

La vérité est ailleurs

ou pourquoi la baisse du taux de chômage tarde à accélérer l'inflation aux Etats-Unis

Alexandra Estiot

Aux Etats-Unis, il est impossible de poser un diagnostic de l'économie sans analyser la dynamique de l'emploi, comme l'illustre l'attention qui est portée chaque vendredi du mois au rapport du *Bureau of Labor Statistics* (BLS). Il y a deux raisons principales à cela : la structure de la demande américaine et le mandat de la banque centrale américaine.

La demande des ménages est le tout premier poste du PIB. Dépenses de consommation privée et investissement résidentiel représentaient, en 2013, 71% de la demande totale. Le premier déterminant de la consommation est le revenu, et les Américains tiraient, en 2013, 57% de leur revenu disponible du travail. C'est bien le marché du travail qui est au cœur de la dynamique des revenus et de la confiance des ménages, et finalement de la consommation et du PIB.

Le mandat de la Réserve fédérale (Fed, la banque centrale américaine) est double : les objectifs qui lui ont été assignés par le Congrès sont le plein emploi et la stabilité des prix¹. L'emploi est d'autant plus crucial que de la stabilité des prix en dépend : l'évolution des prix sur les marchés des biens et services permet d'équilibrer la demande et l'offre ; la demande dépend des comportements des ménages, eux-mêmes très liés aux salaires ; par ailleurs, le coût de la main-d'œuvre est la principale composante du coût de production des entreprises. Toutes choses égales par ailleurs, une progression des salaires va venir augmenter les coûts de production incitant les entreprises à accroître leurs prix de vente, ce qu'elles pourront faire d'autant plus facilement que la demande sera dynamique, car nourrie par un revenu et une confiance accrus.

Et on vient à la Divine Coïncidence², qui permet à une banque centrale l'utilisation d'un seul instrument pour répondre aux deux objectifs de plein emploi et de stabilité des prix. Elle n'a pas besoin de faire de compromis, puisque dynamiser le marché du travail lui permet aussi d'accélérer l'inflation, alors que, symétriquement, ralentir l'inflation passe par la réduction des tensions sur le marché du travail.

Le diagnostic porté sur la situation de l'emploi permet alors de poser celui, plus général, de l'économie dans son ensemble, et à une banque centrale de conduire la politique monétaire qui permettra le respect des objectifs (stabilité des prix et plein emploi), qui ne sont alors plus contradictoires mais bien complémentaires.

Dans le cadre des modèles néo-keynésiens, la Divine Coïncidence est une propriété aux hypothèses très restrictives, notamment l'absence de rigidités salariales réelles. Les inventeurs de la terminologie eux-mêmes, Olivier Blanchard et Jordi Galí (2005), doutent de la possibilité d'une validation empirique, si ce n'est au cours d'épisodes plus ou moins longs, comme par exemple la Grande Modération du tournant du millénaire. D'autre part, définir précisément le plein emploi est plus complexe qu'il n'y paraît.

Aujourd'hui, la faiblesse de l'inflation conduit les ajustements réels à subir les mêmes contraintes que les ajustements nominaux, alors que la nature de la récession de 2007-2009, la Grande Contraction, a eu des conséquences durables sur l'offre et la demande de travail. Certaines sont de nature conjoncturelle, et d'autres sont plus structurelles, la frontière entre les deux étant difficile à tracer précisément (d'Arvisenet, 2012).

Les indicateurs historiques du marché du travail semblent avoir perdu en pertinence, et les relations qui lient habituellement emploi, salaires et prix ont été affectées. Ces dernières années, la Fed continuait de ne pas avoir à faire de compromis : même s'il est difficile à définir, le plein emploi n'était clairement pas aux rendez-vous et l'inflation demeurait bien en-deçà de la cible. Mais cette Divine Coïncidence vivrait, selon certains, ses dernières heures. Le marché du travail serait, toujours selon eux, normalisé ou presque, et la Fed aurait bientôt à traiter, de façon préventive, les tensions inflationnistes qui ne manqueraient pas d'en découler.

Difficulté de poser un diagnostic

Le marché américain du travail s'analyse au travers du rapport emploi, constitué des résultats de deux enquêtes distinctes ; l'une, auprès des ménages, fournit des données de population active, de taux d'activité, de chômage ; l'autre fournit des estimations des effectifs, des rémunérations et du temps de travail. Réconcilier les données des deux enquêtes peut être ardu, mais la difficulté est aujourd'hui davantage liée au fait qu'il ne s'agit plus de répondre à l'unique question du dynamisme de l'emploi mais à plusieurs. L'emploi est-il bien orienté ? Le rythme des créations d'emplois est-il suffisant ? Surtout, quelle est l'ampleur véritable, au-delà du seul chômage, du sous-emploi résiduel ? Quelle sera la tendance suivie par les salaires et ses conséquences sur l'inflation ?

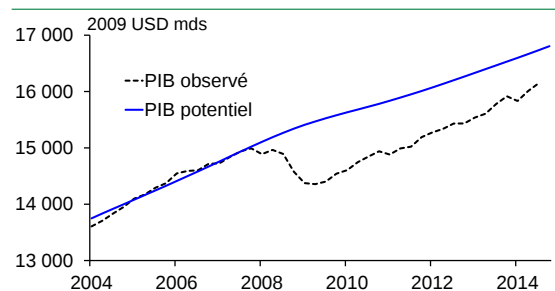
La Grande Contraction

La récession de 2007-09 se distingue des autres épisodes de l'après-guerre : accompagnée d'une crise financière, elle a été provoquée et aggravée par la nécessité pour certains agents de se désendetter (d'Arvisenet 2014). Le repli de l'activité a été sévère et prolongé, le rebond inégal et limité. Depuis la Seconde Guerre mondiale, les Etats-Unis ont connu, abstraction faite de la dernière crise, dix phases de contraction du PIB. D'une durée typique de dix mois, ils ont entraîné un repli moyen de l'activité de 1,7%. Il suffisait en général de deux trimestres de croissance pour que le précédent point haut soit de nouveau atteint et cinq ans après la sortie de récession, le PIB et l'emploi se situaient en moyenne 16% et 7%, respectivement, au-dessus de

leurs niveaux d'avant crise. A ce stade du cycle, l'accélération de l'inflation accompagnant la reprise avait conduit la Fed à resserrer sa politique monétaire. Ainsi, cinq ans après la récession de 1990-1991, les taux avaient été relevés à sept reprises (pour un total de 300 points de base) ; cinq ans après la récession suivante (2001), les taux étaient supérieurs de 425 pb à leur précédent point bas.

La récession de 2007-2009 s'est, quant à elle, prolongée sur 18 mois, avec un recul cumulé d'activité de 2,9% et il aura fallu neuf trimestres de croissance pour que l'activité revienne à son niveau de fin 2007. Quant à l'emploi, il n'était, en octobre 2014, que très faiblement supérieur à son pic d'avant crise : de 1% si on retient les effectifs non-agricoles, de 0,2% si on retient l'emploi au sens de l'enquête auprès des ménages. L'inflation reste désespérément faible : en septembre, le glissement annuel du déflateur de la consommation privée était inférieur à l'objectif de la Fed (2%) pour le vingt-huitième mois consécutif. Hors denrées alimentaires et énergie, il n'a franchi la barre de 2% que cinq fois (au début de 2012) depuis la fin 2008.

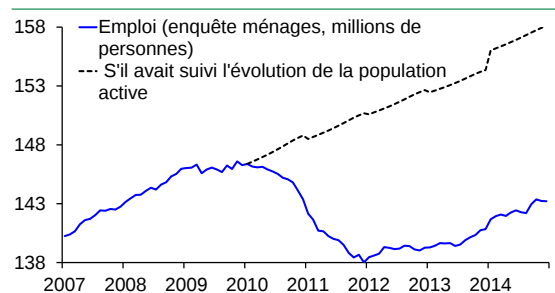
Un gouffre s'est ouvert



Graphique 1

Sources : BEA, CBO

Emploi : le coût de la crise



Graphique 2

Sources : BLS, BNP Paribas

La loi d'Okun

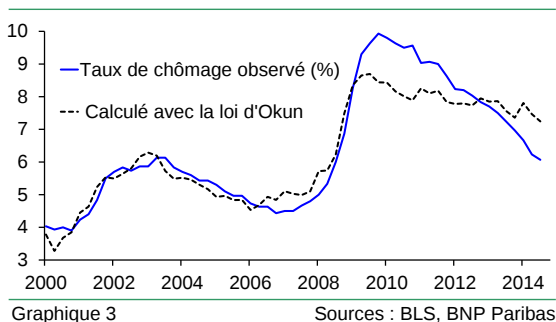
Le taux de chômage, qui est historiquement le meilleur indicateur du marché du travail, a connu une évolution atypique. La loi d'Okun (1962) veut qu'un écart d'activité à son potentiel d'un point corresponde à un écart d'un demi-point du taux de chômage à son taux naturel. Ainsi, selon cette loi, le creusement de l'*output gap* – soit la différence de l'activité à son niveau potentiel – à 7,2 points de PIB (selon les estimations du *Congressional Budget Office*, CBO) entre fin 2006 et fin 2009, aurait dû conduire le taux de chômage 3,6 points au-dessus de son taux d'équilibre, alors que la résorption subséquente (à environ 3,5 pts de PIB aujourd'hui) aurait dû réduire cet écart à 1,8 pt. En retenant les estimations du NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), le taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation, la mesure généralement retenue du taux de chômage naturel) du CBO (5% avant la crise, 5,5% aujourd'hui), le taux de chômage aurait ainsi dû atteindre un point haut de 8,6% au pire de la crise, pour reculer à 7,3% environ aujourd'hui. En réalité, le taux de chômage a atteint 10% en octobre 2009, et est retombé à 5,8% en octobre 2014.

L'instabilité du coefficient de la loi d'Okun n'est pas une nouveauté. Ainsi, comme le montrent Owyang et Sekhposyan (2012), le chômage a une sensibilité plus forte à l'activité en phase de détérioration du cycle : le taux de chômage augmente plus que suggéré par la loi d'Okun dans une récession, et recule moins que suggéré par cette loi en phase de reprise. Effectivement, le taux de chômage aura atteint un pic plus élevé que suggéré par la loi d'Okun, mais contrairement aux résultats d'Owyang et Sekhposyan, il aura aussi reculé bien plus rapidement au cours de la deuxième phase de la reprise.

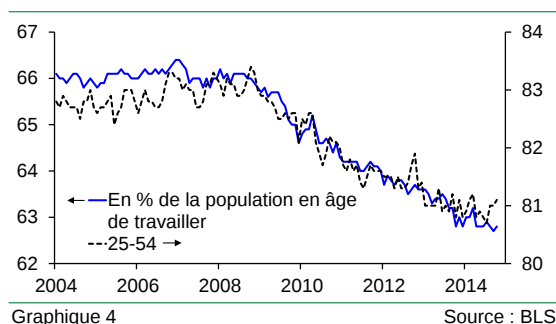
La question du taux d'activité

Il n'est pas inhabituel que les variations du taux d'activité affectent l'évolution du taux de chômage. Pendant et après une récession, certains chômeurs peuvent se décourager et ne plus chercher activement un emploi, sortant de la population active et limitant ainsi la hausse du taux de chômage. Avec la reprise et le dynamisme retrouvé de l'emploi, ils reprennent leur recherche et limitent alors le recul du taux de chômage.

La loi d'Okun



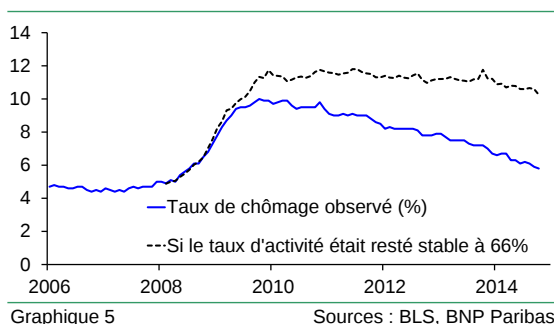
Taux d'activité



Ainsi, le taux d'activité a reculé avec la détérioration du marché du travail. Avant l'entrée en récession, 66% des personnes en âge de travailler (16 ans et plus, selon la définition américaine) participaient au marché du travail. Lorsque le taux de chômage a atteint 10%, le taux d'activité n'était plus que de 65% : s'il n'avait pas reculé, le taux de chômage aurait atteint 11,3%.

Une des particularités de la situation actuelle est que le taux d'activité a continué de reculer malgré la reprise des créations d'emplois. Lors de la précédente récession, une telle évolution avait déjà eu lieu, mais dans des proportions moins marquées : au sens du NBER³, l'activité s'était contractée entre les mois de mars et de novembre 2001, période au cours de laquelle le taux d'activité était passé de 67,2% à 66,7%. Le recul de ce dernier a continué jusqu'en mars 2005, lorsqu'il a atteint 65,9% pour ensuite se stabiliser.

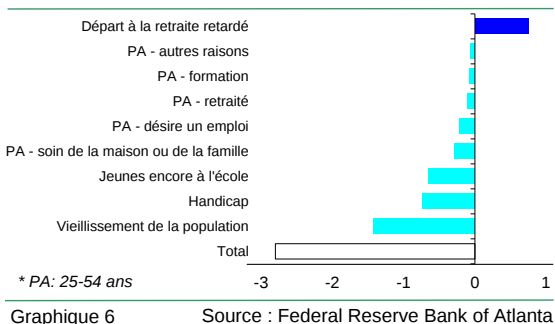
Un recul qui n'en est pas un



Cette fois, le taux d'activité a perdu 1,1 pp au cours de la période de contraction de l'emploi (février 2008 – février 2010) et deux fois plus depuis. Sans cette évolution, soit à taux d'activité inchangé à 66%, le taux de chômage serait aujourd'hui de 10,6% en recul de seulement 0,7 point par rapport à un point haut de 11,3.

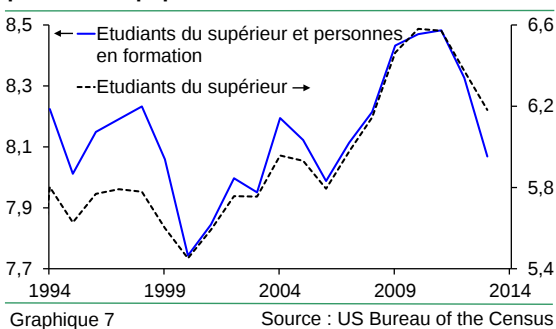
Certes, cette évolution tient en partie à des facteurs démographiques. Les taux d'activité tendent ainsi à être moins élevés avec l'âge, alors que la proportion de personnes âgées de plus de 60 ans augmente. La conjonction des deux phénomènes conduit à un recul du taux d'activité global. Mais la décomposition du recul du taux d'activité, notamment possible grâce à un outil de la Fed d'Atlanta⁴, conduit à relativiser l'influence du vieillissement de la population. Celui-ci ne contribuerait qu'à hauteur de 0,7 point, n'expliquant qu'environ 20% du recul du taux d'activité entre 2007 et 2014. La participation au marché du travail des plus âgés ne fait en effet qu'augmenter depuis le milieu des années 1980 (d'une quinzaine de points de pourcentage, à 33% aujourd'hui pour les 65-69 ans), sans que la crise récente n'ait donné un coup d'arrêt à ce phénomène probablement lié aux réformes des pensions de retraite publiques⁵, mais aussi aux évolutions des pensions privées. Les plans d'épargne retraite sont de plus en plus définis par les contributions faites par les épargnants en activité plutôt que par les pensions versées au cours de la retraite, augmentant la volatilité des revenus des retraités. De plus, avec la crise financière, les ménages ont subi des pertes en capital, incitant les personnes en âge de cesser leur activité de différer leur départ à la retraite.

Décomposition du recul du taux d'activité entre 2007 et 2013



Une autre contribution au recul du taux d'activité pourrait également venir d'une moindre participation des jeunes, qui préféreraient, pour certains, poursuivre ou reprendre des études ou une formation. Mais les données disponibles ne vont pas dans ce sens, au moins au cours de la période récente. Si en effet, sur une longue période, la participation des jeunes (et des moins jeunes) aux études et aux formations a fortement augmenté, la tendance n'a pas connu d'accélération. En fait, il semble même qu'un point haut ait été atteint en 2010-2011, et que le recul soit, depuis, rapide, phénomène qu'on peut sans doute lier au coût très élevé des programmes universitaires (Estiot, 2012).

Etudes et formation : part dans la population américaine



Pour exclure tout effet de la démographie, il faut se concentrer sur le taux d'activité des 25-54 ans. Ici aussi, le recul est net. Proche de 91% en 2007, il a commencé à reculer au début de 2009, pour atteindre un point bas de 88% en février 2014. La baisse de près de 3 points

du taux d'activité des 25-54 ans correspond à une sortie du marché du travail de plus de 3 millions de personnes. Les comptabiliser comme chômeurs plutôt qu'en non-participants au marché du travail augmenterait le taux de chômage de 2 points.

Bien entendu, ce type de calcul peut être critiqué. Mais les données détaillées du BLS montrent qu'en moyenne sur les neuf premiers mois de 2014, parmi les personnes âgées de 25 à 54 ans ne participant pas au marché du travail, 2,666 millions désiraient travailler. Il faut également noter que les flux de passage d'un mois sur l'autre entre les catégories « chômeurs » et « ne participant pas au marché du travail » sont très importants. Ainsi, et en moyenne sur les neuf premiers mois de 2014, les flux bruts de la catégorie « ne participant pas au marché du travail » à la catégorie « chômeurs » représentaient 2,443 millions de personnes chaque mois ; la transition de la seconde catégorie à la première concernait, dans le même temps, 2,313 millions de personnes. La frontière entre ces deux catégories de sans-emploi est donc très perméable⁶. Cette même base statistique du BLS permet aussi d'analyser les flux vers l'emploi et on note alors que parmi les nouveaux employés, une majorité vient de la catégorie « ne participant pas au marché du travail ». En moyenne, sur les neuf premiers mois de 2014, 64% de ceux intégrant la catégorie « emploi » venaient de la catégorie « ne participant pas au marché du travail » et seulement 35% de la catégorie « chômeurs ». Si on continue de passer en revue ces flux bruts, on s'aperçoit également qu'une part très importante des entrants dans la catégorie « ne participant pas au marché du travail » était précédemment employée. En résumé, la frontière entre des définitions étroites et larges du chômage semble aussi fine que perméable.

Pourtant, le consensus est loin d'être atteint quant à la ventilation entre les raisons conjoncturelles et structurelles du recul du taux d'activité. Une revue de la littérature récente, présentée par Jan Hatzius (2014) lors d'une conférence au Peterson Institute for International Economics ⁷, un *think tank* basé à Washington, montre que, sur quatorze travaux de recherche, la part attribuée aux causes structurelles varie entre 24% et 82%⁸.

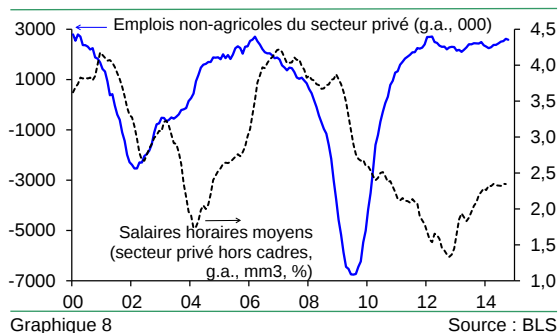
Or, la question est essentielle. Si le taux d'activité recule principalement pour des raisons conjoncturelles (effet de flexion), il remontera à mesure que la reprise se consolide et réanime le marché du travail. Si, en revanche, on y voit principalement des raisons

structurelles, non seulement le taux d'activité ne rebondira pas mais il continuera de reculer sous le poids des facteurs démographiques.

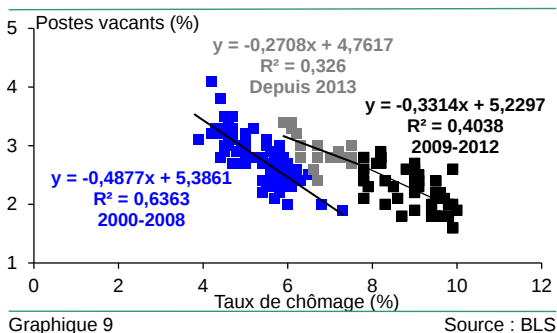
Mais comment expliquer par des facteurs à la fois structurels et non démographiques la baisse du taux d'activité ? Le PPACA (Patient Protection and Affordable Care Act, plus connu sous le nom d'Obamacare), en déconnectant l'emploi de la couverture maladie, aurait eu des effets négatifs sur le taux d'activité⁹. Mais cela ne peut guère avoir joué qu'à la marge, et seulement depuis début 2014. Une autre hypothèse serait que la baisse du taux d'activité soit liée au nombre croissant de personnes en situation de handicap. Il s'agit, ici encore de relativiser : la progression de leur proportion dans la population en âge de travailler, qui n'avait pas connu d'accélération pendant la Grande Contraction, a en fait cessé à la fin de 2011. Entre 2003 et 2011, la part des personnes en situation de handicap dans la population en âge de travailler a augmenté, en moyenne, de 0,11 point de pourcentage par an ; depuis, l'augmentation s'est limitée à 0,04 point de pourcentage par an. Depuis le début de 2012, elle est de fait totalement stable, à 3,6%.

L'absence de rebond du taux d'activité jusqu'ici, et le maintien d'une tendance à la baisse malgré le retour à des créations d'emplois pourrait donc donner du crédit à la thèse d'un recul structurel du taux d'activité. Il nous conduit à nous interroger quant aux éléments qui permettent habituellement d'enclencher le rebond : reprise des créations d'emplois ou accélération de la croissance des salaires. Cette question n'aurait été que rhétorique il y a quelques années, puisque l'un n'allait pas sans l'autre. Mais après la récession de 2001, est apparu un découplage entre tendance des salaires et évolution des créations d'emplois. Au début des années 1990, le rythme de destruction d'emplois a atteint un point bas en juillet 1991, et un an plus tard, les salaires arrêtaient de décélérer. Lors de la récession suivante, le creux sur le marché du travail était atteint en février 2002, mais ce n'est que deux ans plus tard que la décélération salariale prenait fin. Sur le dernier épisode, le point d'orgue des destructions d'emplois a eu lieu en juin 2009. Le point bas de la progression des salaires n'a été atteint que plus de trois ans plus tard, en octobre 2012. La reprise des créations d'emplois est donc, d'un épisode de récession à l'autre, de plus en plus tardive à générer une accélération des salaires. Dans le même temps, le taux d'activité est de plus en plus tardif à rebondir.

Créations d'emplois et salaires



Courbe de Beveridge



La courbe de Beveridge

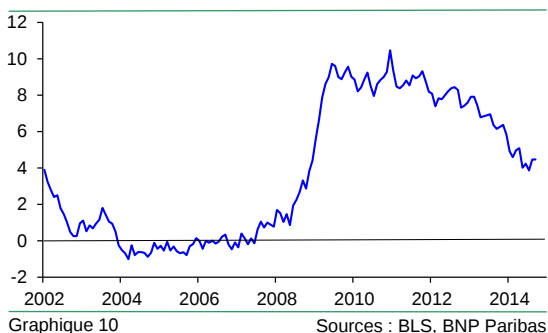
Certains voient dans l'abandon des recherches d'emploi, comme dans le prolongement des épisodes de chômage, l'illustration d'une inadéquation de l'offre et de la demande de travail. Les hypothèses pour expliquer une telle inadéquation sont généralement celles d'une polarisation de l'offre de travail et d'une sous-qualification de la main-d'œuvre au vu des besoins des employeurs. Nous laissons pour de plus amples (et ultérieures) recherches la question de la polarisation, tout en notant qu'elle est le plus souvent vue comme un élément purement structurel, alors que de récents travaux concluent que le phénomène n'aurait pas connu d'accélération récente¹⁰.

La courbe de Beveridge, développée par Dow et Dicks-Mireaux (1958), est généralement utilisée pour illustrer la question de l'inadéquation de l'offre et de la demande de travail. Il s'agit de visualiser la relation entre, d'une part, les offres d'emplois (ou plus exactement le taux d'emplois vacants), et, d'autre part, le taux de chômage. La coexistence de nombreux postes laissés vacants avec un nombre importants de chercheurs d'emplois indique une inadéquation : la demande de travail ne peut être satisfaite par l'offre disponible.

La courbe de Beveridge¹¹ a effectivement évolué, mais pas de façon surprenante. Ses déplacements en fonction du cycle sont largement documentés. Il faut ainsi se garder d'interpréter trop rapidement ses mouvements comme le signe d'une évolution du NAIRU. Effectivement, la courbe de Beveridge se déplace dans les deux sens : après s'être déplacée vers la droite au cours d'une récession, elle revient vers la gauche une fois la reprise de l'emploi bien ancrée.

Graphiquement, ces déplacements récents et successifs sont particulièrement faciles à visualiser, et on voit que l'inadéquation est de moins en moins marquée. Pour mieux la mesurer, nous construisons un indicateur. Dans un premier temps, nous estimons la relation entre taux de vacance et taux de chômage sur la période 2000-2008, et calculons un niveau « normal » pour le taux de vacance, auquel on soustrait les observations. Plus le niveau de l'indicateur est important, et plus l'inadéquation est importante.

Indicateur d'inadéquation



On voit ainsi très clairement la montée en flèche en 2008, la stabilisation, puis le recul. Mais les niveaux demeurent relativement élevés (environ 4 écart-type au-dessus de la moyenne). Pour tenter de connaître les raisons d'une telle situation, nous procédons au même travail sur des données sectorielles. La première conclusion est que, plus haut est monté l'indicateur, plus rapide a été ensuite son recul, ce qui semble indiquer, pour ces secteurs, des mouvements « habituels » pour la courbe de Beveridge. Il s'agit du secteur manufacturier, de celui de l'information, des activités

financières, réputés amateurs de main-d'œuvre qualifiée : si la main d'œuvre disponible n'était effectivement pas suffisamment qualifiée, notre indicateur pour ces secteurs enregistrerait des niveaux plus élevés. D'autres secteurs n'ont pas connu de réel creusement de l'inadéquation, comme les secteurs de la construction, de l'éducation et de la santé, secteurs qui ont massivement recours à une main-d'œuvre assez peu qualifiée¹². Restent les secteurs qui ont connu une aggravation de l'inadéquation, pour lesquels notre indicateur enregistre aujourd'hui des niveaux bien supérieurs à ceux de la crise : le commerce de gros et de détail, le secteur des loisirs et de l'hôtellerie, ainsi que le secteur minier. A l'exception de ce dernier, qui pourrait en effet souffrir de difficultés à l'embauche, en lien avec la « révolution énergétique » (gaz et pétrole de schiste) qui a conduit notamment à une progression remarquable des effectifs du secteur dans le Dakota du Nord, les deux premiers sont des secteurs où le besoin de qualification de la main-d'œuvre est relativement faible... comme le niveau des salaires.

Les données du BLS quant aux rémunérations horaires moyennes placent ces deux secteurs dans le bas du classement : pour un poste à plein temps, le taux de salaire horaire était en moyenne sur les neuf premiers mois de l'année de USD 14,3 dans le secteur du commerce de détail, et de USD 12 dans celui des loisirs et de l'hôtellerie. Ces deux secteurs sont par ailleurs ceux pour lesquels le travail à temps partiel est le plus répandu : 30,1% des effectifs du secteur du commerce de gros et de détail travaillent à temps partiel, une proportion qui s'élève à 44,3% dans le secteur des loisirs et de l'hôtellerie. Le taux de salaire horaire est, par ailleurs, bien plus faible pour ceux qui travaillent à temps partiel que pour ceux qui travaillent à temps plein : dans le secteur du commerce (gros et détail), des transports et des services publics, les salariés à temps partiel sont payés USD 10,8 de l'heure (contre USD 21,3 à temps plein), un taux de rémunération qui tombe à USD 8,3 dans le secteur des loisirs et de l'hôtellerie (USD 13,1 à temps plein), sachant qu'une partie non négligeable de ceux qui travaillent à temps partiel le font involontairement, n'ayant pu trouver de poste à temps plein ou leur entreprise ayant dû réduire les horaires face à la faiblesse de la demande. Pour mémoire, le salaire horaire minimum aux Etats-Unis est de USD 7,25 au niveau fédéral¹³, taux de salaire de 19% des effectifs du secteur des loisirs et de l'hôtellerie.

La faiblesse des rémunérations, plus qu'une main-d'œuvre disponible trop peu qualifiée au regard de la demande de travail pourrait expliquer la coexistence d'offres d'emplois non-satisfaites et de sous-emploi. Cette situation est généralement reliée à l'indemnisation du chômage : trop généreuse, elle pourrait conduire à une désincitation au travail. Mais cet argument est difficile à appliquer au cas américain. L'indemnisation du chômage est ainsi de courte durée : 26 semaines, soit 6 mois, depuis que les mesures qui avaient allongé les durées maximales jusqu'à 99 semaines sont venues à expiration. Par ailleurs, les indemnités sont relativement faibles, évoluant, d'un Etat à l'autre, de 34% à 54% du dernier salaire. Finalement, il ne semble pas qu'une faible indemnisation permette de limiter le taux de chômage : l'Etat le moins généreux, le Mississippi, pâtit d'un taux de chômage supérieur à la moyenne nationale, alors que le plus généreux, le Massachusetts, bénéficie d'un taux de chômage inférieur à la moyenne nationale.

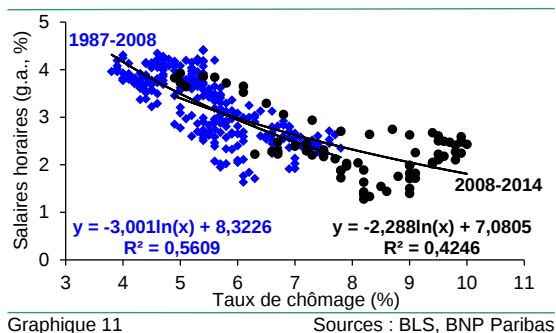
A quand le NAWRU ?

La coexistence d'un sous-emploi massif, visible à travers un taux d'activité historiquement faible, et de salaires bas, affaiblit la causalité traditionnelle indiquée par la courbe de Phillips (Cf. graphique 11).

Le lien entre dynamique des salaires et chômage peut paraître évident de simplicité : lorsque le nombre de demandeurs d'emploi est réduit, leur capacité de négociation salariale est plus importante, comme l'est celle des salariés déjà en poste. A l'inverse, un nombre élevé de demandeurs d'emplois érode leur pouvoir de négociation. Et comme sur tous les marchés, les fluctuations du prix permettent d'équilibrer offre et demande. Dans ces conditions, il doit être possible d'identifier le niveau du taux de chômage qui permettrait une accélération des salaires.

Est ici résumée (et simplifiée) l'idée sous-jacente au Taux de Chômage qui n'Accélère pas les Salaires (Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment ou NAWRU). Il suffit alors de représenter les variations du taux de croissance des salaires en fonction du taux de chômage pour le déterminer. Mais on se heurte, encore une fois, à une relation qui a été modifiée par la Grande Contraction et la période qui lui a succédé : la courbe de Phillips, liant l'évolution de salaires au taux de chômage s'est aplatie et déplacée sur la droite.

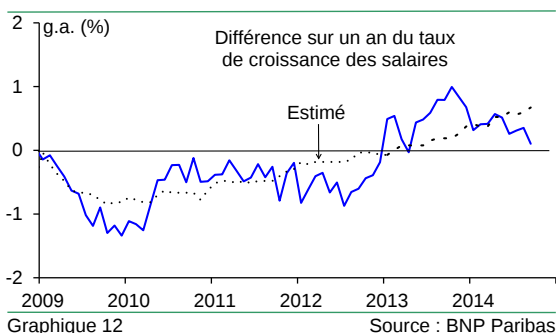
Déplacement de la Courbe de Phillips



De tels résultats impliqueraient une augmentation substantielle du NAWRU, de l'ordre de 5,4% à 7,7%. Et de fait la relation semble assez bien retracer l'accélération des salaires, en tendance tout au moins. Selon cette relation, le recul du taux de chômage à 5,8% en octobre aurait dû permettre aux salaires d'accélérer à 3% (glissement annuel). Leur progression était en fait limitée à 2,2%, en décélération pour le deuxième mois consécutif¹⁴, une décélération, légère, mais partagée par tous les secteurs, à l'exception de la construction.

Au vu de la moindre pertinence du taux de chômage comme indicateur clé du marché du travail, on en vient tout naturellement à s'interroger sur la définition à retenir dans la courbe de Phillips telle que celle-ci. Mais si ce n'est le taux de chômage, quel indicateur retenir ?

La progression des salaires continue de décevoir



La recherche de nouveaux indicateurs

Lorsqu'il s'agit de politique économique, la question n'est pas triviale. Il s'agit, en effet, pour la Fed de déterminer le moment de lever son biais extra accommodant, qui, s'il persistait alors que l'économie n'en a plus besoin, pourrait conduire à une prise de risque excessive, une mauvaise allocation des ressources, à l'émergence de déséquilibre ; à terme, les conséquences seraient dommageables pour l'économie. Symétriquement, sortir trop tôt de cette politique pourrait mettre un coup de frein à la reprise, notamment de l'emploi, avec ici encore, des risques sur l'activité. Pour trancher, il s'agit de déterminer quels sont le ou les indicateurs les plus pertinents.

Des indicateurs larges du sous-emploi existent, des plus anciens, comme le taux de chômage « U6 »¹⁵ ou le « *pool of available workers* »¹⁶ cher au cœur d'Alan Greenspan, à des plus récents. Certains se veulent exhaustifs, comme les deux indicateurs LMCI (*Labor Market Conditions Indicator*, l'un du Conseil des Gouverneurs de la Fed, l'autre de la Fed de Kansas City. Voir Chung et al. 2014 et Hakkio et Willis 2014). D'autres, construits pour d'autres pays, sont difficiles à transposer au cas américain par manque de données (Bell-Blanchflower Underemployment Index, Bell et Blanchflower 2013). D'autres encore, sont très simples, et ainsi pourraient sembler plus consensuels (Levin 2014). Nous nous sommes nous-mêmes prêtés à l'exercice.

Ben and Janet Index : juger des progrès de QE3

C'est en décembre 2012, lorsqu'est décidée une accélération du rythme d'expansion du bilan de la Fed¹⁷, que le communiqué de presse du FOMC fait mention, pour la première fois, de son intention de tenir compte d'un éventail d'indicateurs du marché de l'emploi et non pas du seul taux de chômage afin de déterminer quand mettre fin à sa politique extra accommodante. Lors de cette réunion, la *forward-guidance* (soit une indication quant à l'évolution anticipée de sa politique) est modifiée. Jusqu'ici calendaire, elle lie alors le maintien des taux bas à l'évolution du taux de chômage (sous condition d'inflation et d'ancrage des anticipations

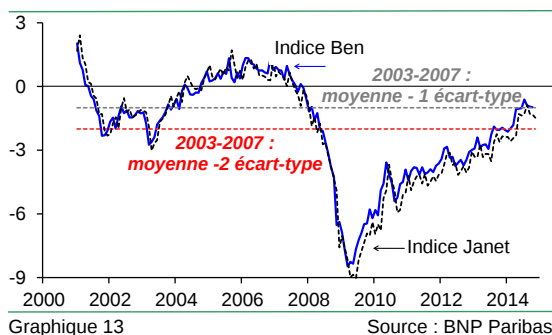
d'inflation)¹⁸ : les taux resteront proches de zéro tant que le taux de chômage demeurera supérieur à 6,5%. Pour ne pas « trop » se lier les mains, le communiqué ajoute que le FOMC, pour juger du bien-fondé du maintien de la politique de taux zéro, s'appuiera sur d'autres informations, et notamment des indicateurs additionnels du marché du travail¹⁹.

Mais quels indicateurs ? Le rapport emploi en comprend une multitude alors que d'autres sources sont également disponibles. C'est en mars 2013, lors de la Conférence annuelle du NABE (National Association of Business Economists), que Janet Yellen, alors Vice-Présidente du Conseil des Gouverneurs de la Fed, fournit la liste des indicateurs qu'elle-même juge pertinents : rythme des créations d'emplois, évolution du taux de chômage, évolution des taux de démission et d'embauche, rythme de croissance du PIB (Yellen, 2013). Lors de la conférence de presse qui suit la réunion du FOMC du 20 mars, Ben Bernanke donne sa propre liste, qui ajoute à celle de Janet Yellen, les demandes initiales d'indemnisation du chômage (*initial claims*) et la croissance des salaires. Il laisse également entendre que cette liste n'est pas exhaustive...

Soit en tout cinq ou sept indicateurs, qui peuvent suivre des trajectoires divergentes. Les créations d'emplois peuvent être fortes sans faire reculer pour autant le taux de chômage, si au même moment le taux d'activité augmente. Les demandes initiales d'indemnisation du chômage peuvent fortement reculer sans que les créations d'emplois accélèrent.

C'est pour palier à ces difficultés que nous avons construit notre premier indicateur composite de l'emploi, permettant de suivre les progrès de QE3 – la troisième vague d'assouplissement quantitatif – vers l'objectif d'une « amélioration substantielle des perspectives du marché du travail »²⁰. Ou plutôt nos deux premiers : les indices Ben et Janet (Estiot, 2013). La méthode que nous avons alors retenue a le mérite de la simplicité : les données sont agrégées après avoir été normées. La déviation de la normale, soit l'écart à la médiane mesurée en nombre d'écart-type, devient l'unité de mesure unique de toutes les variables. La période sur laquelle les séries sont normées était en revanche plus difficile à trancher. Généralement, dans ce type d'exercice, on préfère plus de données que moins de données. Mais intégrer la période de la Grande Contraction et les années qui ont suivi nous semblait une erreur : cet épisode est tout sauf classique et sort de la norme quel que soit l'angle abordé. Nous avons donc décidé d'utiliser une période suffisamment longue pour couvrir l'ensemble d'un cycle, tout en excluant la dernière récession : de 2003 à 2007.

Les indices Ben et Janet



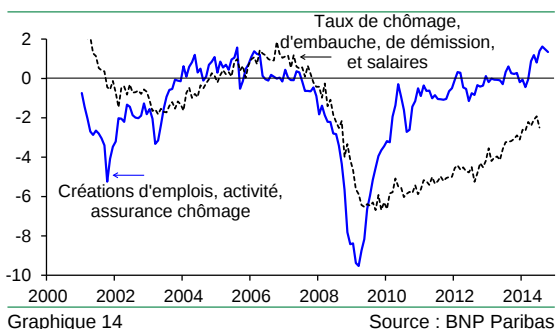
Graphique 13

Source : BNP Paribas

Cette première tentative de notre part n'est pas à proprement parler un indicateur composite du marché de l'emploi, mais bien des perspectives de celui-ci. Attaché à QE3, qui a pris fin en octobre 2014, il demeure un outil intéressant, notamment lorsqu'il s'agit de prévoir les décisions de politique monétaire. Il permet ainsi de très facilement comparer la situation actuelle avec celle qui prévalait lors du précédent cycle de resserrement monétaire. On comprend alors mieux les appels de certains à une hausse de taux, les indices Ben et Janet s'approchant de leurs moyennes respectives.

Ces indices ne sont ainsi pas sans faille : notamment, il ne peuvent constituer une alternative au taux de chômage lorsqu'il s'agit de mesurer le sous-emploi. Une décomposition de ces composantes en deux groupes distincts permet néanmoins de visualiser clairement que l'amélioration rapide des indices Ben et Janet vient des variables illustrant la dynamique de l'économie, alors que les variables illustrant l'état statique demeurent détériorées. Plus clairement, les indices Ben et Janet doivent leur rebond aux variables suivantes : croissance, créations d'emplois, demandes initiales d'indemnisation du chômage. Les autres (taux de chômage, d'embauche, de démission et croissance des salaires) continuent de freiner la progression globale. Un indicateur regroupant le premier groupe de variables est ainsi clairement en zone de croissance forte, alors qu'un autre indicateur construit à partir du second groupe de données demeure deux écart-type sous la médiane de 2003-2007. La dynamique de l'économie américaine s'est très nettement améliorée, mais pas encore suffisamment pour absorber un niveau de sous-emploi qui demeure très élevé.

Indice Ben : deux sous-groupes



Le SLACK, ou la mesure du sous-emploi

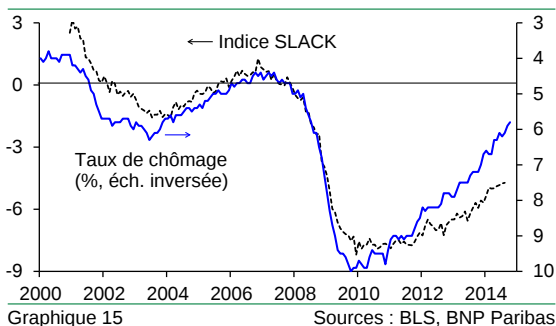
Le taux de chômage était encore proche de 8% (7,8% en novembre 2012), lorsqu'il a été utilisé comme objectif intermédiaire par la Fed. A l'époque, seuls trois membres du FOMC pensaient que le niveau de 6,5% serait atteint en 2014. En fait, sur la base des projections des différents membres du FOMC, le consensus se faisait alors sur le mois d'octobre 2015. Ce seuil aura été cassé dix-huit mois plus tôt que prévu, dès le mois d'avril 2014 (6,3%).

Quant au taux d'activité, après un recul d'environ 3 pp, il s'établissait à 63,6% en décembre 2012. Avec la reprise du marché du travail, on pouvait alors s'attendre à une stabilisation (voire une remontée) de ce ratio. En effet, au cours de l'année 2012, il avait peu varié, évoluant dans une fourchette de 63,5-63,9%, un intervalle trois fois plus étroit qu'en 2009. Mais il a repris sa chute, pour atteindre un point bas de 62,7% en septembre 2014, expliquant environ deux tiers du recul du taux de chômage. Si le taux d'activité était resté inchangé à son niveau de décembre 2012, le taux de chômage serait encore supérieur à 6,5%, à 6,9% en octobre 2014. Sous l'hypothèse de créations de 200.000 emplois par mois il faudrait toujours attendre mars 2015 pour voir le taux de chômage passer sous 6,5%.

Et, donc, le concept de sous-utilisation du facteur travail, ou plus simplement le sous-emploi, a commencé à dominer les déclarations des membres de la Fed. Il a fait son apparition dans le discours officiel de la Fed dans le communiqué du FOMC de juillet 2014, mais Janet Yellen (Yellen, 2014a) aura commencé à le mettre en avant à la fin du mois de mars, soit peu de temps après que la Fed ait dû revoir sa *forward-guidance*, le taux de chômage s'approchant de 6,5%.

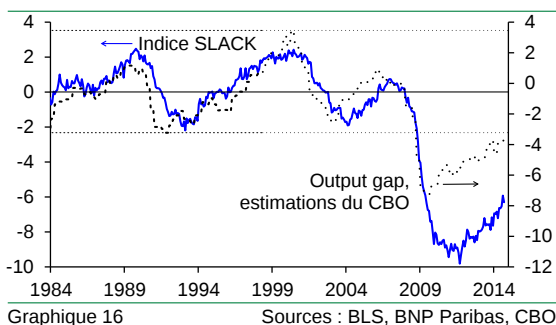
Janet Yellen avait alors passé en revue les différents indicateurs illustrant la persistance d'un sous-emploi plus important que le seul chômage : le nombre de personnes travaillant à temps partiel (pour des raisons économiques), le taux de chômage de longue durée, la progression des salaires, les taux de recrutement et de démission, et le taux d'activité des 25-54 ans. A partir de ces données, nous avons alors construit, en suivant la méthode utilisée dans l'élaboration des Indices Ben et Janet, le SLACK (Estiot, 2014a).

Notre indice SLACK



Cet indice traduit une situation qui demeure détériorée, évoluant actuellement 5 écart-types sous son niveau médian (de 2001-2007), contre 1 écart-type au lendemain de la récession de 2001. On constate également une divergence supérieure à la normale entre l'Indice SLACK et le taux de chômage, confirmant ce que de nombreux responsables de la Fed ont martelé ces derniers mois : la baisse du taux de chômage surestime le degré d'amélioration de l'emploi.

Une situation encore plus dégradée qu'il n'y paraît



Le SLACK ne permet pourtant pas de faire état dans toute son ampleur de l'immense degré de détérioration du marché du travail, du fait de son faible historique. Le rapport JOLTS (Job Opening and Labor Turnover Survey) sur la rotation de la main-d'œuvre n'existe que depuis 2000. Cependant, la relation entre les taux de recrutement et de démission, d'une part, et le taux de chômage, d'autre part, est stable, de sorte qu'il est possible de reconstruire l'indice SLACK sur longue période, en estimant les valeurs des deux premiers à partir du troisième. Les conclusions qui en découlent sont on ne peut plus claires : le marché du travail reste aujourd'hui dans une situation très détériorée. Cet indicateur n'a, bien sûr, rien d'officiel ; il est donc possible qu'il surestime l'ampleur du sous-emploi. Cependant, il suit de près l'évolution de l'*output gap* mesuré par le CBO, tout en décrivant une situation plus détériorée encore²¹. Alors que l'*output gap* du CBO n'est pas très éloigné de ses précédents points bas, ce n'est absolument pas le cas de l'indice SLACK, qui demeure plus de deux écart-type sous son précédemment point bas historique du début de 1993.

De façon intéressante, le SLACK suit une évolution très proche de celle des anticipations de revenus des ménages à 6 mois (Conference Board). Ainsi, les Américains, dont 72% pensent que leur économie n'est toujours pas sortie de la récession²², semblent mesurer bien plus précisément l'état de santé du marché du travail que certains spécialistes.

Une absence d'inflation salariale

La politique monétaire a vocation à assurer la stabilité des prix et le mieux est d'agir préventivement... Ainsi se résument les obligations d'une banque centrale, du moins depuis la forte inflation des années 1970. La Fed avait alors trop tardé à durcir sa politique (entre 1974 et 1979, les taux d'intérêt réels ont fluctué entre -4,7% et 2,3%, pour une moyenne d'environ -0,5%), nécessitant, par la suite, une politique d'autant plus restrictive, avec de graves conséquences sur l'activité et l'emploi. La Fed a alors en effet agi avec beaucoup de retard : les taux longs réels n'ont dépassé la croissance du PIB qu'en 1981, alors que l'inflation est restée supérieure à 5% pendant huit ans. Les erreurs des années 1970 tiennent à plusieurs éléments : il y a quarante ans, certains prix étaient encore dirigés aux Etats-Unis et la Fed n'avait qu'une indépendance toute relative. Il existait encore une indexation de certains salaires aux prix et on surestimait le potentiel de croissance. Bien que la situation actuelle

de l'économie américaine soit complètement différente, avec notamment la disparition des phénomènes qui avaient nourri la spirale inflationniste, on continue d'appeler la Fed à ne pas agir avec retard, de peur que la stagflation revienne.

Quand il s'agit de retard, il faut aussi garder en tête qu'aujourd'hui, l'inflation est très faible (stable à 1,5% entre les mois de mai et de septembre 2014, pour le glissement annuel du déflateur de la consommation privée) et dire que la Fed est en retard (*behind the curve*) est très exagéré.

Quant aux salaires, ils restent invariablement inscrits sur une tendance de 2% l'an ces cinq dernières années malgré la chute du taux de chômage. Certains soutiennent que les chômeurs de longue durée ne doivent pas être pris en compte dans cette relation. « Preneurs de salaires » (*wage-takers*), ils ne participent pas à la fixation du niveau de salaire qui équilibre offre et demande de travail. Notre propre analyse montre, pourtant, au moyen de régressions linéaires basiques, que le taux de chômage de longue durée est actuellement un meilleur indicateur pour la tendance des salaires.

La recherche récente semble confirmer nos propres conclusions : le chômage de l'ombre (*shadow unemployment*), comme l'a qualifié Janet Yellen, en juin dernier, semble contraindre l'évolution des salaires. Reprenant et développant des travaux déjà publiés (Blanchflower et Posen 2014), David G. Blanchflower a présenté, lors de la réunion du PIIE déjà mentionnée plus haut, les résultats de son travail d'estimation d'une courbe de salaire (*wage curve*) sur données de panel (au niveau des cinquante Etats, ce qui permet de lever la difficulté liée à un échantillon statistique trop limité pour tester rigoureusement l'hypothèse que le sous-emploi exerce ces dernières années de fortes pressions à la baisse sur les salaires). Ces travaux mettent en évidence l'existence d'un « effet négatif statistiquement significatif » de l'inactivité (1 – le taux d'activité) sur les salaires : plus le taux d'activité augmente, plus les salaires progressent rapidement, et, inversement, plus il recule, plus la croissance des salaires est limitée. Blanchflower et Posen concluent que « l'existence de capacités excédentaires sur le marché du travail est la raison principale de la persistance d'une inflation inférieure à l'objectif de 2% du FOMC ».

Des travaux similaires (de Feds régionales, notamment Chicago et New-York, mais aussi des économistes du Conseil des Gouverneurs), sur des données similaires, conduisent aux mêmes résultats : des mesures du sous-emploi plus larges que l'habituel taux de chômage permettent de mieux comprendre la faiblesse de la progression des salaires.

Implications de politique monétaire

Les incertitudes ne manquent pas. Les relations habituelles ont perdu de leur pertinence, sans qu'on puisse conclure avec certitude si elles la retrouveront un jour (ce que nous pensons) et si c'est le cas à quelle date. Il s'agit alors pour la Fed de ne pas appliquer strictement des règles, ou fonction de réaction, construites sur des périodes de calme relatif, et de conserver une approche pragmatique.

Des règles qu'il s'agit de ne pas suivre

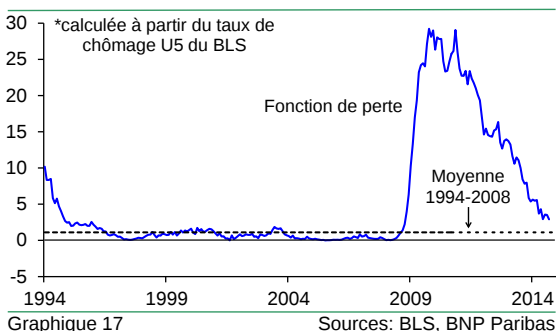
Ces conclusions sont celles présentées par Janet Yellen lors de la dernière conférence de Jackson Hole (Yellen 2014b). Ce discours, du mois d'août 2014, a été vu par certains comme illustrant un changement chez la Présidente de la Fed. Jusqu'alors vue comme une Colombe²³, sa présentation des résultats, parfois divergents, des travaux les plus récents quant à l'actuelle dynamique du marché du travail, a pu lui donner une image plus nuancée. Pourtant, il n'y avait rien d'étonnant à entendre une ancienne Académique, spécialiste reconnue de l'économie du travail, passer en revue de façon aussi objective qu'exhaustive que possible, les dernières pistes de réflexions. Il nous semble que Janet Yellen n'a, alors, fait que présenter l'étendue des incertitudes qui entourent l'état actuel du marché du travail, la conduisant à une conclusion sans appel : les règles habituelles ne peuvent être appliquées aujourd'hui²⁴. En d'autres mots, il n'est pas l'heure de suivre les recommandations de la règle de Taylor...

Aujourd'hui, la Fed n'a toujours pas besoin de faire de compromis entre ses deux objectifs : quelle que soit la définition qu'on en donne, la situation actuelle du marché du travail ne peut être qualifiée de plein emploi ; dans le même temps, la croissance des prix reste très, même trop, faible. Les pressions inflationnistes sont d'autant moins envisageables que depuis l'été, avec notamment les nouvelles annonces de soutien de la part de la Banque Centrale Européenne, le dollar a retrouvé une tendance à l'appréciation. Le taux de change effectif du dollar a gagné 3,7% depuis le mois de juillet et 7,1% en un an, et le dollar est à présent de retour à ses niveaux du printemps de 2009. En termes réels, l'appréciation du dollar vis-à-vis des principales devises (AUD, CAD, CHF, EUR, GBP, JPY, SEK) est encore plus marquée, à environ 10% en un an. Avec le ralentissement observé

dans certaines grandes économies, la Chine notamment, les prix du pétrole, ainsi que ceux des autres matières premières, sont sur une tendance à la baisse marquée. Ces deux forces auront, dans les mois et trimestres à venir, pour effet de contenir encore davantage l'inflation américaine. Entre juillet et octobre, l'indice des prix à l'importation a reculé de 0,7% par mois en moyenne, conduisant le glissement annuel en territoire négatif (-1,8% en octobre). Les évolutions des prix à la production sont moins marquées tout en reflétant une tendance similaire, alors que, pour le moment, les prix à la consommation ne sont affectés que par leur composante énergétique. Tout dépendra de la politique de prix des entreprises, qui choisiront de répercuter ou de ne pas répercuter la baisse de leurs coûts sur leurs prix de vente. Dans un contexte de demande relativement peu dynamique et de taux de profits confortables, une baisse des prix de l'énergie qui se prolongerait a certainement le potentiel d'accroître les pressions inflationnistes...

En résumé, l'inflation reste sous la cible et le chômage au-dessus : les deux objectifs pointent vers le même besoin d'un soutien de la part de la politique monétaire, et ce d'autant plus que la politique budgétaire n'en est pas un, même si le poids jusqu'ici exercé sur l'activité se fait moins lourd. De plus, le contexte reste au désendettement pour les ménages et à une gestion conservatrice des risques pour le secteur bancaire, facteurs jouant conjointement pour limiter la croissance du crédit, expliquant pourquoi la Fed, malgré une politique très agressive, n'est pas parvenu à générer une reprise dynamique.

Fonction de perte de la Fed*



La Fed continue donc de manquer à ses deux objectifs, ce qui est illustré par des valeurs toujours positives, bien qu'en fort recul, de sa fonction de perte.

Cette fonction permet d'évaluer les performances d'une banque centrale et peut se calculer en retenant, soit l'*output gap*, soit la déviation de son taux d'équilibre du chômage. Nous la calculons ici en utilisant l'une des mesures larges du sous-emploi, le *pool of available workers* (pour plus de détails, voir Estiot 2014). Encore une fois, le diagnostic est sans appel : pour respecter ses objectifs, la Fed doit rester accommodante.

Pour guérir, il faut prévenir les maux actuels, pas ceux du passé

Si l'économie américaine a encore besoin du soutien de la Fed, pourquoi celle-ci a-t-elle mis fin à son troisième programme d'assouplissement quantitatif ? La réponse est donnée par l'évolution des indices Ben et Janet : QE3 a permis d'atteindre l'objectif d'amélioration substantielle des perspectives du marché du travail qui lui était assigné. L'économie américaine continue d'avoir besoin de soutien. Mais elle n'a plus besoin que la Fed l'augmente chaque mois davantage. Reste qu'en mettant fin à ce programme, la prochaine action de la Fed ne peut être qu'un durcissement, et la question est alors d'estimer la date à laquelle la Fed décidera de sa première hausse de taux et le rythme auquel elle conduira le cycle de resserrement.

Au vu des objectifs de la Fed, il n'y a pas d'urgence à initier ce processus. La question de la stabilité financière est plus complexe à trancher. Si des taux trop bas au cours d'une période trop longue ont effectivement un potentiel déstabilisateur, la plupart des membres de la Fed, à l'exception notable d'Esther L. George, la Présidente de la Fed de Kansas City²⁵, semblent s'accorder pour dire que :

1/ Les outils macro-prudentiels sont plus adaptés à la prévention de ces risques. Lors de son audition devant la commission bancaire du Sénat en vue de sa confirmation, Janet Yellen avait déclaré que la politique monétaire ne peut être utilisée qu'en dernier ressort pour lutter contre la formation d'une bulle, les taux d'intérêt étant une arme trop brutale. Ces propos faisaient échos à ceux de son prédécesseur, Ben Bernanke, qui expliquait au début de 2014 que le *tapering* n'avait pas été décidé pour répondre à des préoccupations quant à la stabilité financière mais bien en réponse à la conjoncture. Ces déclarations tendent à indiquer que les préoccupations macro-prudentielles n'affectent pas la conduite de la politique monétaire, qui continuera à répondre avant tout au double mandat historique de la Fed : stabilité des prix et plein emploi.

2/ Le meilleur moyen, outre les outils macro-prudentiels, pour prévenir l'instabilité financière est, pour la politique monétaire, d'assurer la stabilité économique, et donc pour la Fed de respecter ses mandats.

Si les questions de stabilité financière n'interviennent qu'en dernier ressort dans la politique de taux de la Fed et que celle-ci continue à manquer à ses objectifs, pourquoi lui faudrait-il durcir sa politique ? L'expérience des années 1970 et 1980 explique pourquoi certains voudraient agir rapidement. Certes, la poussée inflationniste des années 1970 a été dommageable pour l'économie américaine. Le traitement qui a dû être appliqué pour y remédier l'a été tout autant si ce n'est plus, et on comprend pourquoi il s'agit de ne pas retomber dans les travers qui avaient conduit à cette stagflation.

Mais les évolutions structurelles de l'économie américaine ont été telles en quarante ans, que la probabilité d'un retour à une forte inflation semble très limitée. Par ailleurs, pour ce qui est du combat contre l'inflation, la Fed a fait ses preuves, et au cours des vingt dernières années, ce combat ne s'est pas mené au détriment de la croissance. Finalement, les maux attachés à une inflation trop faible apparaissent clairement ces dernières années. Sans être un constat totalement consensuel, il semble bien que la faiblesse de l'inflation soit à l'origine d'ajustements plus longs en termes d'emplois. Car l'inflation permet des ajustements réels plus rapides. En son absence, la rigidité nominale devient une rigidité réelle, et les ajustements, qui ne peuvent se faire par les prix, se font par les volumes. Ce phénomène, indiscutable quand il s'agit des évolutions économiques récentes en Europe du Sud, pourrait expliquer l'émergence de ce qu'on a appelé les *jobless recoveries* (reprise sans emploi) du début des années 1990 et 2000 : la baisse des salaires réels permettant de réamorcer une dynamique positive du marché du travail s'est prolongée du fait de la faiblesse de l'inflation, retardant d'autant la reprise de l'emploi. Dans le contexte actuel, une inflation plus forte ne serait certainement pas dommageable, notamment pour les agents endettés...

Ainsi, prévenir la résurgence de l'inflation semble bien ne pas être le chemin à suivre. Les minutes de la dernière réunion du FOMC (octobre 2014) indiquent que ses membres s'accordent à estimer que les risques liés à une légère déviation de sa cible de l'inflation sont symétriques : une inflation légèrement plus forte que la cible n'est pas plus coûteuse qu'une inflation légèrement plus importante (« *On the specific issues,*

there was widespread agreement that inflation moderately above the Committee's 2 percent goal and inflation the same amount below that level were equally costly »).

En résumé, une inflation légèrement supérieure à la cible ne serait pas une nouvelle si terrible. L'ensemble des membres du FOMC ne s'accorde certainement pas sur ce point, mais le consensus est assez large. Cette analyse a pu sembler moins pertinente au lendemain de la réunion du FOMC du mois d'octobre. Jusqu'alors, les Faucons étaient les dissidents : Richard W. Fisher et Charles I. Plosser, Présidents des Feds de Dallas et de Philadelphie, respectivement, avaient voté contre les décisions de la Fed lors de la réunion de septembre, s'inquiétant de l'engagement de la Fed de conserver une politique accommodante au cours d'une période considérable. En octobre, en revanche, tous deux ont voté en faveur de la décision du FOMC, alors que le Président de la Fed de Minneapolis et Colombe parmi les Colombes, Narayana Kocherlakota, votait contre. Deux Faucons pour et une Colombe contre : le biais de la Fed ne pouvait qu'être à un moindre soutien.

La publication des minutes de la réunion nous aura donné raison dans notre prudence d'alors : le ton général de ce compte-rendu est marginalement différent du précédent, avec des points particulièrement « dovish », comme la révision en baisse des prévisions de croissance et d'inflation des économistes du Conseil des Gouverneurs (le *Staff*). Les minutes notent par ailleurs que les capacités de production excédentaires continueront à n'être absorbées que très graduellement, que le taux de chômage ne sera pas compatible avec l'objectif de plein emploi de la Fed avant 2017 et qu'il faudra aussi attendre quelques années pour voir l'inflation revenir vers la cible. Si ce n'était pas suffisant, le *Staff* ajoute que les risques attachés aux prévisions de croissance et d'inflation sont davantage à la baisse qu'à la hausse, notamment du fait de l'incapacité du *policy-mix* à mitiger les conséquences d'un choc externe.

Les membres du FOMC ne semblent pas moins prudents, puisque les références à la persistance du sous-emploi de la main-d'œuvre sont nombreuses, comme celles au récent décrochage des anticipations d'inflation, dont ils ne veulent pas s'inquiéter, pour l'instant, outre mesure.

À la lumière de ces minutes, et en faisant abstraction du filtre des votes de Messieurs Fisher,

Kocherlakota et Plosser, le communiqué de presse du FOMC de la fin octobre 2014 apparaît beaucoup plus équilibré. Si Messieurs Fisher et Plosser ont voté en faveur de la reformulation de la *forward-guidance*, ce n'est pas parce qu'elle pourrait permettre une hausse plus précoce des taux, mais parce qu'elle permet d'affirmer plus explicitement qu'une telle décision sera prise en réponse à l'évolution de la conjoncture.

La dissension de Monsieur Kocherlakota ne tient pas plus à un changement de cap de la Fed, mais répond à la crédibilité de son engagement à respecter son objectif d'inflation. Depuis plusieurs mois, Narayana Kocherlakota plaide pour un engagement ferme de la Fed à faire revenir l'inflation vers son objectif. Si cette fois, ceci l'a poussé à voter à l'encontre de la décision du FOMC, c'est en lien avec la fin de QE3, programme qui, tant qu'il était en place, permettait de donner une plus grande crédibilité à la *forward-guidance* de la Fed. Avec la fin du programme d'achats de titres, M. Kocherlakota aurait ainsi voulu voir ses collègues s'accorder pour renforcer la crédibilité de la *forward-guidance*, notamment en clarifiant l'horizon auquel le FOMC estime que sa politique permettra à l'inflation de revenir à sa cible, et en réaffirmant la symétrie de l'objectif d'inflation, c.à.d. qu'une inflation évoluant sous la cible n'est pas plus acceptable qu'une inflation évoluant au-dessus de la cible.

On ne peut que noter que cette dernière question a été abordée au cours de la réunion du FOMC, et que c'est « largement » que les membres du FOMC considèrent que les coûts associés sont équivalents pour une inflation légèrement sous et légèrement au-dessus de la cible. Cette phrase suit directement celle indiquant que les participants au débat s'accordent sur le fait que le communiqué de presse ne doit pas être changé à la légère. On en vient à penser que si Narayana Kocherlakota n'a pas convaincu ses collègues, ce n'est pas sur la nécessité pour la Fed d'affirmer la symétrie de son objectif d'inflation, mais sur l'opportunité de le faire aujourd'hui. Mais si l'inflation, ou les anticipations d'inflation venaient à ne pas se redresser comme les membres de la Fed l'anticipent actuellement, la proposition de M. Kocherlakota pourrait bien revenir sur le devant de la scène, sur le modèle des propositions de Charles L. Evans qui avaient fait de sa « règle » la *forward-guidance* telle que modifiée à la fin de 2013.



Alors, à quand la première hausse de taux ? Car c'est bien la principale question, maintenant que la Fed a mis fin à la troisième vague d'assouplissement quantitatif. C'était en effet un autre des effets de QE3 : maintenir avec crédibilité un biais accommodant. Tant que la Fed procédait à des achats de titres, elle maintenait à un terme éloigné les anticipations de hausse de taux. En bougeant le curseur d'un cran, même si ce n'est qu'en arrêtant d'augmenter chaque mois ses efforts et non pas en les réduisant, les marchés financiers s'inquiètent maintenant de la date à laquelle le deuxième cran sera déplacé. Actuellement, les anticipations pour la première hausse de taux se situent à la mi-2015, date qui évolue au gré des indicateurs économiques : un bon rapport emploi, elle est avancée ; une décélération de l'inflation, elle est reculée... Au moins les marchés financiers semblent accorder une grande crédibilité à la dépendance de la décision aux évolutions de la conjoncture. Dans ces conditions, aucune certitude n'est permise, et, comme le disait Stanley Fischer, le nouveau Vice-Président du Conseil des Gouverneurs de la Fed, expliquant (avant sa nomination) ses préventions à l'encontre de l'adoption d'une forward guidance : « Vous ne pouvez pas attendre de la Fed qu'elle dévoile ce qu'elle fera... parce qu'elle ne sait pas ». Et d'ajouter : « Nous ne savons pas ce que nous ferons dans un an. Ce serait une erreur d'essayer d'être trop précis »²⁶...

Achévé de rédiger le 21 novembre 2014
alexandra.estiot@bnpparibas.com

Bibliographie

- Aaronson (2014) Stephanie, Tomaz Cajner, Bruce Fallick, Felix Galbis-Reig, Christopher Smith and William Wascher, "Labor Force Participation: Recent Developments and Future Prospects", Fall 2014 Brookings Papers on Economic Activity, 11-12 septembre.
- D'Arvisenet (2012) Philippe, « L'emploi, un défi pour la Fed », Conjoncture BNP Paribas, Octobre
- (2014) « Les politiques monétaires dans la tempête », Economica.
- Bell (2013) David N.F. et David G. Blanchflower, « How to Measure Underemployment », Peterson Institute for International Economics, Working Paper, n°13-7, août.
- Bernanke (2013) Ben, conférence de presse suite à la réunion du FOMC du 20 mars. Lien vers la transcription complète : <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130320.pdf>
- Blanchard (2005) Olivier et Jordi Galí, « Real Wage Rigidities and the New-Keynesian Model », NBER, Working Paper Series, n° 11806, novembre.
- Blanchflower (2014) David G. et Adam S. Posen, « Wages and Labor Market Slack : Making the Dual Mandate Operational », Peterson Institute for International Economics, Working Paper, n°14-6, septembre.
- Cajner (2014) Tomaz et David Ratner, « The Recent Decline in Long-Term Unemployment », FEDS Notes, », Board of Governors of the Federal Reserve System, 21 juillet
- Chung (2014) Hess, Bruce Fallick, Christopher Nekarda et David Ratner, "Assessing the Change in the Labor Market Conditions", Board of Governors of the Federal Reserve, FEDS Notes, 22 mai
- CBO (2014) "Appendix C - Labor Market Effects of the Affordable Care Act: Updated Estimates" in "The Budget and Economic Outlook: 2014 to 2024", 4 février.
- Dow (1958) Christopher C.R. et Leslie A. Dicks-Mireaux, "The Excess Demand for Labour: A Study of Conditions in Great Britain, 1946-1956", Oxford Economic Papers, volume 10, n° 1, février
- Erceg (2013) Christopher J. et Andrew T. Levin, "Labor Force Participation and Monetary policy in the Wake of the Great Recession", IMF Working Paper WP/13/245, juillet.
- Estiot (2012) Alexandra, "L'Amérique sait-elle encore rêver », Conjoncture BNP Paribas, décembre.
- (2013) « Cartographie de la Fed », Eco Week BNP Paribas, 26 avril.
- (2014a) « SLACK ? », Eco Week BNP Paribas, 4 avril.
- (2014b) « Extension du domaine de la lutte -- Janet Yellen face aux défis de la politique monétaire américaine », Conjoncture BNP Paribas, février.
- Foote (2012) Christopher L. et Richard W. Ryan, "Labor-Market Polarization over the Business Cycle", Federal Reserve Bank of Boston Public Policy Discussion Papers, n°12-8, 6 décembre.
- Hatzius (2014) Jan, "Slack and Monetary Policy – Late Exit", présentation à la conférence du Peterson Institute for International Economics ("Labor Market Slack: Assessing and Addressing in Real Time"), 24 septembre 2014.
- Hakkio (2014) Craig S? et Jonathan L. Willis, "Kansas City Fed's Labor Market Conditions Indicators (LMCI)", Federal Reserve Bank of Kansas City, The Macro Bulletin, 28 août.
- Kudlyak (2013) Marianne, "A Cohort Model of Labor Force Participation", Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, — Volume 99, Number 1— First Quarter 2013.
- Levin (2014) Andrew T., "The design and Communication of Systematic Monetary Policy Strategies", Journal of Economic Dynamics and Control.
- Okun, (1962) Arthur M., « Potential GNP, its measurement and significance », Cowles Foundation, Yale University.
- Owyang (2012) Michael T., et Tatevik Sekhposyan, « Okun's Law over the Business Cycle: Was the Great Recession All That Different? », Federal Reserve Bank of ST. Louis Review, Septembre-Octobre.
- Yellen (2013) Janet L., "Challenges Confronting Monetary Policy", Remarques données au 2013 NABE Economic Policy Conference, Washington D.C., 4 mars.
- (2014a) "What the Federal Reserve is Doing to Promote a Stronger Job Market", Remarques données au 2014 National Interagency Community Reinvestment Conference, Chicago, 31 mars.
- (2014b) "Labor Market Dynamics and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, 22 août.

NOTES

¹ Le mandat est en fait triple, puisqu'il s'agit également d'assurer des taux d'intérêts faibles : "The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates." Par ailleurs, la loi Dodd-Frank a aussi amendé le Federal Reserve Act. Pour plus de détail, voir Estiot (2014b).

² La Divine Coïncidence, telle que nommée par Olivier Blanchard Jordi Galí, est une des propriétés du cadre néo-Keynésien, qui permet à la banque centrale de stabiliser conjointement l'inflation et le niveau d'activité qui maximise le bien-être (welfare-relevant output gap). Par extension, on l'applique à la possibilité de stabiliser conjointement l'emploi et l'inflation.

³ Au sein du National Bureau of Economic Research, on trouve le Business Cycle Dating Committee, qui date les périodes de récession, non pas sur les seules contractions trimestrielles du PIB mais à partir d'un éventail plus large d'indicateurs, dont la liste peut varier.

⁴ <http://macroblog.typepad.com/macroblog/2014/10/whats-behind-declining-labor-force-participation-test-your-hypothesis-with-our-new-data-tool.html>.

⁵ L'âge de la retraite. Il n'y a pas d'âge légal de départ à la retraite aux États-Unis et on considère ainsi généralement l'âge auquel il est possible de toucher à taux plein les pensions publiques (Social Security) comme son équivalent. En 1983, il a été décidé un recul progressif de 65 à 67 ans de l'âge d'éligibilité. Mais, sous certaines conditions, il reste possible de recevoir, à partir de 62 ans, une pension réduite, alors que reculer le départ en retraite après la date d'éligibilité permet de percevoir des pensions plus importantes. Il est par ailleurs à noter que l'âge d'éligibilité à Medicare, l'assurance santé des seniors, reste de 65 ans, et qu'il est possible de continuer une activité rémunérée tout en percevant sa pension, encore une fois sous certaines conditions. Ce système conduit les États-Unis à afficher les taux d'activité des seniors parmi les plus élevés du monde développé.

⁶ Il faut noter que les données du chômage sont issues de l'enquête « ménages », menée auprès d'un échantillon représentatif d'Américains. Contrairement au mode de calcul dans d'autres pays, le chômage est ainsi presque purement déclaratif aux États-Unis. Si les données brutes sont ventilées selon des critères stricts, les réponses fournies par les personnes interrogées laissent tout de même place à une interprétation. On comprend alors mieux les flux très importants, chaque mois, d'une catégorie de « sans-emploi » à l'autre. Voir aussi Cajner et Ratner (2014).

⁷ Les vidéos et supports de présentation sont disponibles à l'adresse suivante :

http://www.pii.com/events/event_detail.cfm?EventID=349.

⁸ Les travaux attribuant la plus forte part aux raisons structurelles (Kudlyak 2013) sont obtenus par une estimation par cohorte des effets de variables hors modèles. La distinction entre structurel et conjoncturel est alors délicate, et les conclusions générales du papier semblent indiquer que l'auteur attache plus d'importance aux derniers que les résultats bruts ne le laissent penser. Les conclusions d'Aaronson et al. (2014) sont moins équivoques, les auteurs attribuant aux facteurs structurels 78% du recul du taux d'activité. Nos propres travaux tendent à nous mettre davantage en ligne avec les conclusions d'Erceg et Levin (2013).

⁹ Voir CBO (2014).

¹⁰ Voir Foote et Ryan (2012)

¹¹ Ici, il faut noter qu'une estimation « pure » n'est pas possible, au sens où nous disposons de données quant aux nombres de postes à pourvoir sans savoir depuis quand ils le sont. Ainsi, des postes laissés vacants quelques semaines ou de longs mois n'auront pas du tout les mêmes implications. Les premiers n'indiqueront pas l'inadéquation évidente pour les seconds.

¹² Il faut en effet garder en tête que l'emploi du secteur de la santé est bien plus large que les seuls personnels médicaux. De la même façon, le secteur de l'éducation n'emploie pas uniquement des professeurs.

¹³ Le salaire minimum est en fait de seulement USD 2,13 pour les salariés par ailleurs rémunérés aux pourboires (d'où l'importance de ne pas les oublier) et de USD 4,25 pour les jeunes de moins de 20 ans, dans la limite des trois premiers mois de travail. Le Président Barack Obama a proposé, dans son discours sur l'état de l'Union de 2014, d'augmenter le salaire minimum fédéral à USD 10,1 de l'heure, proposition rejetée par une les élus Républicains du Congrès. Il faut noter que près de la moitié des États ont fixé un salaire minimum supérieur au niveau fédéral, avec des initiatives au niveau local, comme Seattle où le salaire minimum atteindra USD 15 en 2021.

¹⁴ Nous retenons ici les salaires horaires moyens des salariés affectés à la production, hors cadre, du secteur non agricole, hors cadre (average hourly earnings of production and non-supervisory employees).

¹⁵ Au chômage tel qu'habituellement défini, sont ajoutées, les personnes marginalement attachées au marché du travail (qui ne sont pas en recherche active mais accepteraient un poste proposé), ainsi que les personnes employées à temps partiel pour des raisons économiques.

¹⁶ Soit le réservoir de main-d'œuvre disponible, qui ne diffère que marginalement du U6, puisque les employés à temps partiel en sont exclus, et correspond à la définition U5 du BLS.

¹⁷ Lors de la réunion de décembre 2012, les membres du FOMC ont pris la décision de continuer au rythme décidé en septembre de la même année les achats de titres longs. Jusque-là, ces achats étaient financés en partie par la vente de titres courts

(Opération Twist), et pour ne pas ralentir les acquisitions mensuelles, la Fed devait donc augmenter son bilan à un rythme accéléré.

¹⁸ "the Committee [...] currently anticipates that this exceptionally low range for the federal funds rate will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6.5%, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2% longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored".

¹⁹ "In determining how long to maintain a highly accommodative stance of monetary policy, the Committee will also consider other information, including additional measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments".

²⁰ "If the outlook for the labor market does not improve substantially, the Committee will continue its purchases of agency mortgage-backed securities, undertake additional asset purchases, and employ its other policy tools as appropriate until such improvement is achieved in a context of price stability".

²¹ Nous avons en réalité construit l'indice SLACK à partir de 1965 et avons choisi de ne pas présenter les données correspondantes car elles indiquent ce que chacun sait à présent : l'économie était en surchauffe et s'accompagnait d'une inflation élevée avant que Paul Volcker n'impose une politique très restrictive qui a entraîné une chute de l'inflation et mis un terme aux chiffres supérieurs à la tendance de l'indice SLACK. Nous tenons néanmoins le graphique à disposition pour ceux qui le souhaitent.

²² Sondage mené par Public Religion Research Institute entre le 21 juillet et le 15 août 2014. La proportion est stable depuis 2012, lorsque la question avait été précédemment posée.

²³ On classe souvent, de façon très schématique, les membres du FOMC en "colombes" et "faucons": les premières seraient plus attachées à l'objectif de plein emploi, les seconds à celui de stabilité des prix.

²⁴ "As a consequence, monetary policy ultimately must be conducted in a pragmatic manner that relies not on any particular indicator or model, but instead reflects an ongoing assessment of a wide range of information in the context of our ever-evolving understanding of the economy", que l'on peut traduire ainsi: "Par conséquent, la politique monétaire doit être menée pragmatiquement, ne pas s'attacher à un indicateur ou un modèle spécifique, évoluer avec une évaluation continue d'un large échantillon d'informations et ce, dans un cadre théorique lui-même en évolution ».

²⁵ E.L. George a voté systématiquement contre les décisions de la Fed en 2013, si ce n'est en décembre lorsqu'il fût décider de réduire le rythme mensuel d'achats de titres, et toujours pour les mêmes raisons. Elle craignait qu'une politique trop accommodante n'augmente, à terme, les risques de déséquilibres économique et financier, et ne conduise à une augmentation des anticipations d'inflation. « Voting against the action was Esther L. George, who was concerned that the continued high level of monetary accommodation increased the risks of future economic and financial imbalances and, over time, could cause an increase in long-term inflation expectations ».

²⁶ « You can't expect the Fed to spell out what it's going to do... because it doesn't know. [...] We don't know what we'll be doing a year from now. It's a mistake to try and get too precise », CLSA Conference, Hong Kong, 23 septembre 2013.