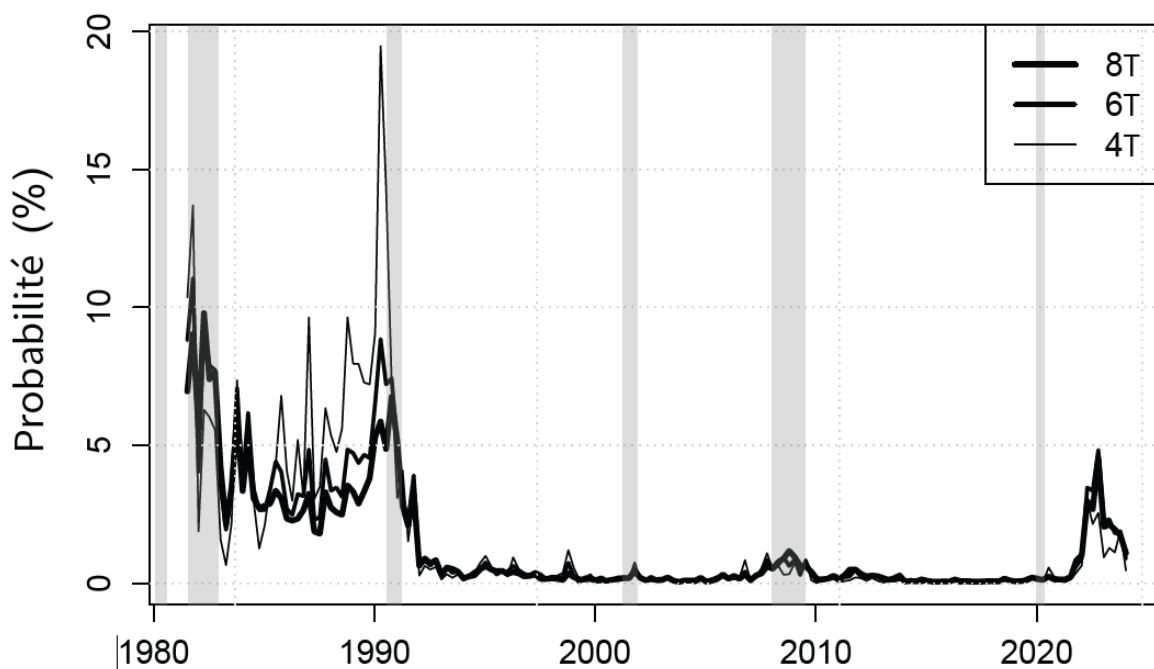


Les risques d'inflation et de croissance aux USA sous le prisme des experts

[Sarah Mouabbi](#) , Jean-Paul Renne et Adrien Tschopp

L'inflation est-elle principalement due à la demande ou à l'offre ? À l'aide d'enquêtes, nous mesurons les risques d'inflation et de croissance aux États-Unis entre 1981 et 2024. Nous distinguons les déterminants de la demande et de l'offre à l'origine de l'inflation et de la croissance du PIB, et effectuons un suivi des craintes de stagflation. La poussée de l'inflation américaine après la pandémie reflétait des perturbations temporaires de l'offre et une demande persistante. Les risques d'un épisode de stagflation étaient en augmentation en 2022 après trois décennies proches de zéro.

Graphique 1. Probabilités variables dans le temps d'un épisode de stagflation aux États-Unis



Source: FRED, Survey of Professional Forecasters of the Federal Reserve Bank of Philadelphia et calculs des auteurs

Note : Probabilités de connaître un épisode de stagflation, défini comme une inflation supérieure à 4 % en glissement annuel et une croissance du PIB inférieure à 0 % en glissement annuel, selon différents horizons de prévision. Pour plus de détails, cf. Mouabbi, Renne et Tschopp (2025).

L'inflation est-elle principalement tirée par la demande ou par l'offre ? Et les tensions sur les prix sont-elles transitoires ou persistantes ? Ces questions sont essentielles pour les décisions de politique économique, car elles déterminent si les banques centrales resserrent ou

maintiennent, si les gouvernements relancent ou consolident, et comment les décideurs équilibrent stabilité des prix et croissance. Le choc lié à la COVID-19 a rendu les réponses particulièrement incertaines. Contrairement à ce qui s'est passé lors de la plupart des récessions récentes, la pandémie a entraîné des perturbations importantes et simultanées à la fois de la demande et de l'offre : les confinements ont freiné la consommation alors même que des mesures de relance budgétaire sans précédent soutenaient les revenus des ménages, on a observé des ruptures des chaînes d'approvisionnement mondiales, les marchés du travail se sont tendus et l'incertitude s'est fortement accentuée. Les tensions géopolitiques qui ont suivi ont encore compliqué les perspectives, maintenant ces questions au premier plan du débat politique. Dans un article récent ([Mouabbi, Renne et Tschopp, 2025](#)), nous exploitons des enquêtes menées auprès de prévisionnistes professionnels pour élaborer un cadre permettant d'évaluer conjointement les risques pesant sur l'inflation et la croissance. Notre méthodologie distingue les déterminants de la demande et ceux de l'offre, et suit l'évolution des craintes d'un épisode de stagflation.

Un nouveau regard sur les risques d'inflation et de croissance

Les enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels sont des questionnaires réguliers qui recueillent les prédictions d'économistes et d'autres experts concernant les conditions économiques futures, y compris l'inflation et la croissance du PIB. Ces enquêtes sont réputées pour leur bonne performance prédictive par rapport aux modèles standard de séries temporelles. Dans [Mouabbi, Renne et Tschopp, 2025](#), nous montrons que les réponses des prévisionnistes professionnels, en raison de leur nature prospective, peuvent être utilisées pour évaluer conjointement les risques pesant sur l'inflation et la croissance de la production. Les réponses probabilistes de ces enquêtes sont particulièrement utiles en période d'incertitude élevée, lorsque l'économie est frappée par des chocs importants, car elles capturent la distribution complète de l'inflation et de la croissance futures attendues. Elles fournissent aux décideurs un éclairage sur la probabilité perçue d'événements extrêmes, appelés risques extrêmes (*tail risks*), sans qu'il soit nécessaire que ces inquiétudes se matérialisent, ce qui en fait une source d'informations riche et pertinente pour notre analyse.

À l'aide d'un modèle à facteurs dynamiques permettant une évolution de l'incertitude et de l'asymétrie au fil du temps, nous étudions le comportement conjoint de l'inflation et de l'activité réelle aux États-Unis. Le modèle combine des données effectives et des anticipations tirées d'enquêtes, capturant les perceptions relatives aux risques macroéconomiques des agents informés. Cette approche permet de distinguer les forces liées à la demande de celles liées à l'offre et de suivre l'évolution des risques sur l'ensemble de la distribution de la future l'inflation et de la future croissance du PIB.

Nous identifions les déterminants de la demande et de l'offre à l'aide de principes économiques simples : les chocs de demande tendent à faire évoluer l'inflation et l'activité réelle dans la même direction, tandis que les chocs d'offre les font évoluer dans des directions opposées. Nous affinons encore cette identification en permettant aux modifications de la forme des distributions des prévisions de renseigner sur la nature des chocs. Par exemple, l'augmentation des risques à la baisse pour la croissance, associée à des risques à la hausse pour l'inflation,

indique des tensions du côté de l'offre – un signal particulièrement utile lorsque des chocs de demande et d'offre se produisent en même temps. Enfin, le modèle décompose l'inflation et la croissance en tendances persistantes et en composantes conjoncturelles transitoires tirées par les facteurs latents estimés, offrant une vision plus claire des forces qui façonnent les prix et la production.

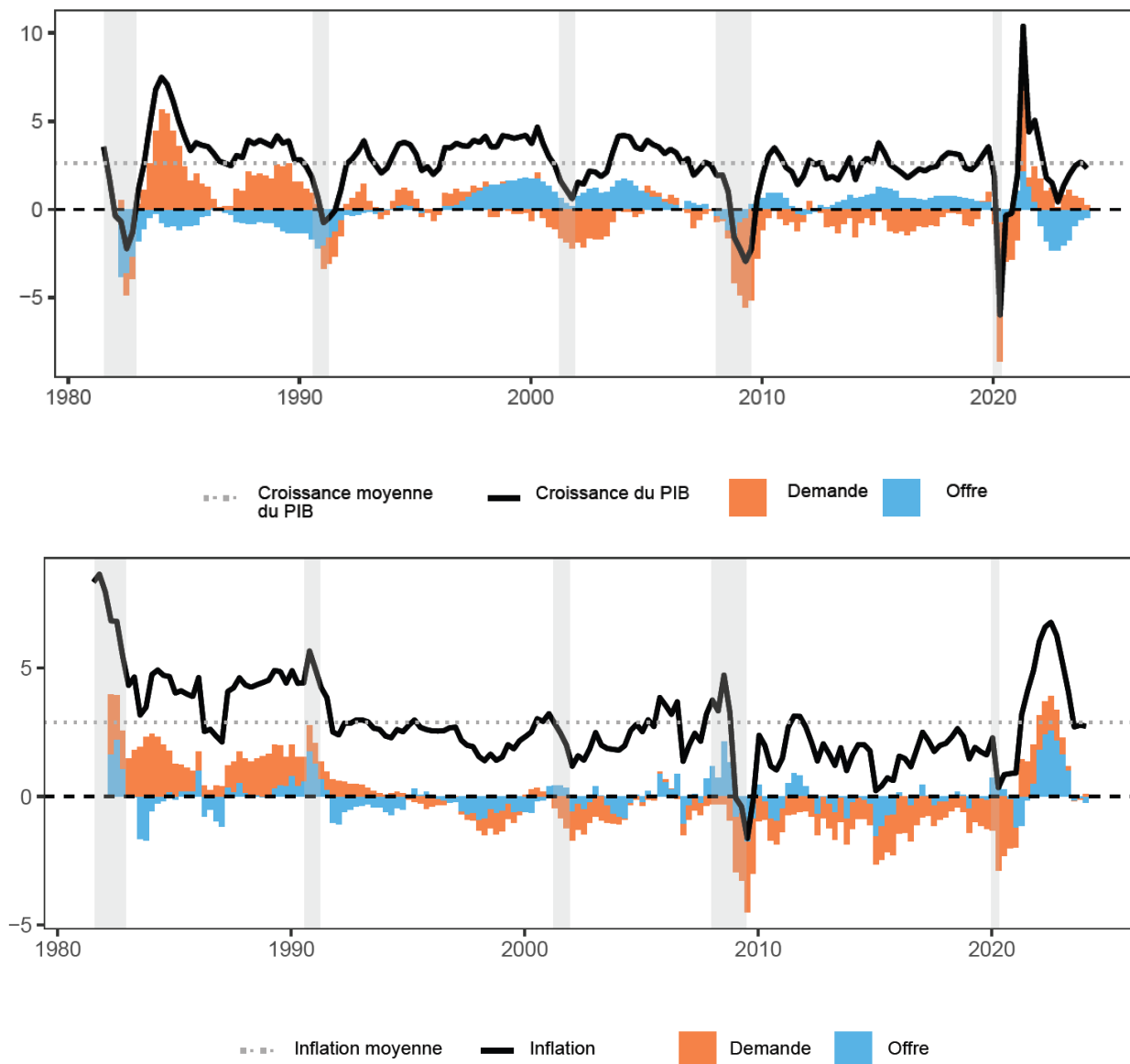
L'évolution des forces à l'origine de l'inflation et de la croissance aux États-Unis

En utilisant des données trimestrielles des États-Unis couvrant la période 1981T3-2024T1, incluant la désinflation Volcker, la Grande Récession et la pandémie de COVID-19, nous montrons que les moteurs de l'économie ont nettement évolué au fil du temps. Avant la Grande Récession, puis à nouveau depuis la pandémie, l'écart de production reflète une combinaison de facteurs liés à l'offre et à la demande. En revanche, entre 2008 et 2020, il était principalement déterminé par la demande. La période 2022-2024 indique une forte hausse de la composante conjoncturelle des prix, principalement en raison des chocs d'offre négatifs.

Cela confirme l'idée selon laquelle une partie de la poussée de l'inflation post-pandémie résulte de perturbations temporaires de l'offre. Dans le même temps, la tendance sous-jacente de l'inflation s'est pentifiée, signalant la présence de forces plus persistantes, principalement liées à une forte demande. Globalement, l'épisode d'inflation post-pandémie semble refléter un mélange de tensions temporaires liées à l'offre et de vigueur durable de la demande (graphique 2).

S'agissant du risque macroéconomique, nous constatons que l'incertitude et l'asymétrie en matière d'inflation ont été particulièrement prononcées dans les années 1980 et pendant la Grande récession. Pour la croissance du PIB, ces aspects ressortent particulièrement dans les années 1980, puis de nouveau pendant la période qui a suivi le choc lié à la COVID-19.

Graphique 2. Décomposition de la croissance du PIB et de l'inflation en facteurs d'offre et de demande



Source: FRED, Survey of Professional Forecasters of the Federal Reserve Bank of Philadelphia et calculs des auteurs. Note : La partie supérieure (inférieure) illustre la décomposition du taux de croissance du PIB en glissement annuel (taux d'inflation en glissement annuel) déterminées par la demande et l'offre. Toutes les valeurs déclarées sont exprimées en pourcentage. Pour plus de détails, cf. Mouabbi, Renne et Tschopp (2025).

Le retour du risque de stagflation aux États-Unis

Nous examinons la relation entre l'inflation et l'activité économique à travers le prisme des prévisionnistes professionnels. Le modèle montre que cette relation évolue au fil du temps, changeant parfois même de signe. Avant le début des années 1990, la corrélation entre inflation et croissance est légèrement négative ou proche de zéro, ce qui suggère une large compensation entre forces d'offre et forces de demande. Depuis la Grande récession, les forces de demande ont joué un rôle prépondérant, qui se reflète dans un lien plus fort et positif entre l'inflation et l'activité économique. Cette corrélation a atteint un pic pendant la crise de la COVID-19. Cependant, depuis la pandémie (et jusqu'à la fin de notre échantillon, en T12024), la relation s'est

nettement affaiblie, indiquant que les facteurs d'offre jouent un rôle croissant dans la formation de l'inflation et de la croissance. En outre, nous constatons que la corrélation entre inflation et croissance est négativement liée aux primes de terme nominales. Ce résultat est en phase avec les modèles structurels sur la structure par terme des taux d'intérêt, qui montrent que les primes de terme nominales diminuent lorsque les chocs de demande deviennent le principal déterminant des fluctuations économiques.

Enfin, nous estimons la probabilité d'un épisode de stagflation à l'aide de la distribution conjointe de l'inflation future et de la croissance du PIB induite par le modèle, sur des horizons à court et moyen terme (graphique 1). En 2022, ces probabilités ont fortement augmenté, atteignant des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis trente ans. Bien qu'elles restent relativement faibles – environ un quart de leur pic du début des années 1990 – cette hausse est frappante après trente années de risque de stagflation proche de zéro.