

La guerre contre l'inflation

Michael Roberts

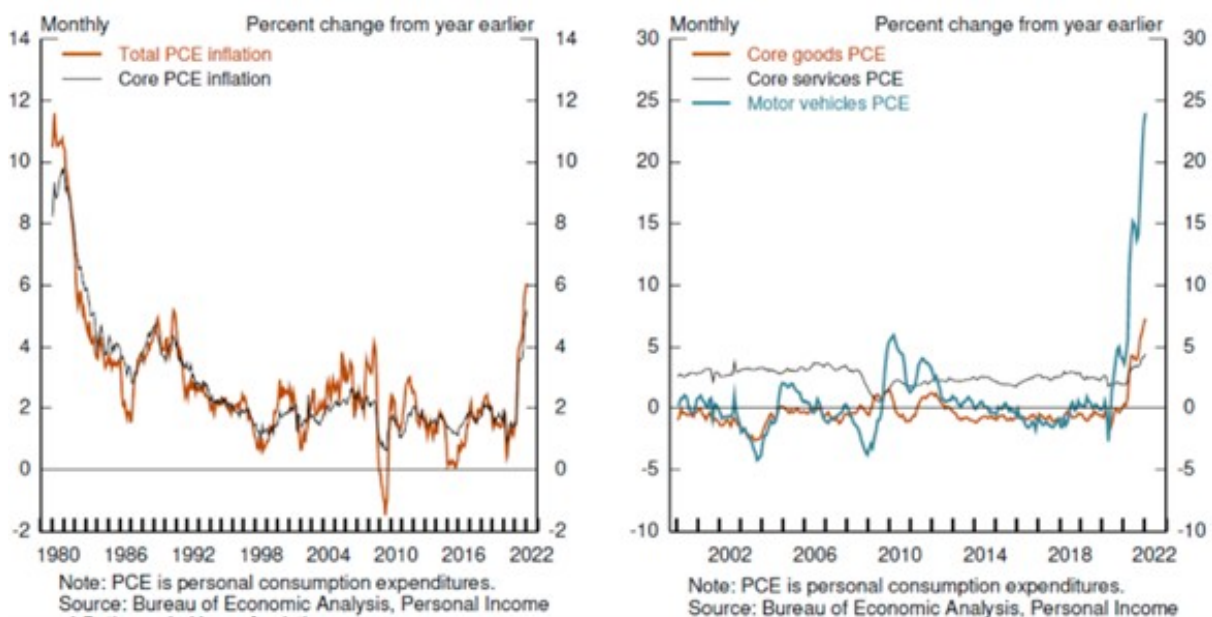
L'invasion russe de l'Ukraine se poursuit de façon angoissante, avec de nouveaux morts et déplacés, et de nouvelles destructions de villes, de fermes et de maisons ukrainiennes. De retour dans les grandes économies, une autre guerre se prépare : la guerre contre l'inflation.

L'inflation des prix à la consommation atteint désormais des sommets de 30 à 40 ans, et ce n'est pas fini. L'effondrement de la pandémie de COVID et maintenant le conflit en Ukraine ont fait grimper les prix de l'énergie et des denrées alimentaires à des niveaux record.

La guerre en Ukraine est devenue mondiale. La flambée des prix des produits de base est en passe de connaître sa plus forte augmentation depuis 1970, provoquant une onde de choc et de souffrance dans le monde entier, alors que les prix des biens essentiels dont chaque être humain a besoin pour survivre augmentent. **Le prix du blé a augmenté de 60 % depuis février.** Les prix des denrées alimentaires sont désormais plus élevés que lors de la crise alimentaire mondiale de 2008, qui a plongé 155 millions de personnes dans l'extrême pauvreté.

Et l'inflation des prix dans ces domaines clés a migré vers une augmentation générale des prix. **L'inflation annuelle des prix à la consommation (IPC) s'élève désormais à 7,9 % aux États-Unis, 5,9 % dans la zone euro, 6,2 % au Royaume-Uni et même le Japon, qui a longtemps été une économie déflationniste, affiche désormais un taux d'inflation de 1 %.** Dans les économies dites émergentes, l'inflation est encore pire : Inde 6,1% ; Russie 9,2% ; Brésil 10,5% ; Argentine 52% ; Turquie 54%.

Figure 4. Inflation has been rising, particularly for goods



Discours de Powell de la Réserve fédérale

La bataille consiste maintenant à réduire et à contrôler l'inflation et elle est menée par les banques centrales des principales économies : la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon. La tâche principale des banques centrales est de contrôler l'inflation des prix, et non d'aider à soutenir l'emploi et la croissance

économique – ce sont des tâches secondaires. ("La responsabilité ultime de la stabilité des prix incombe à la Réserve fédérale" – Jay Powell).

La raison en est que l'inflation est le principal ennemi du système bancaire. Les créanciers et les prêteurs d'argent sont perdants si l'inflation augmente, tandis que les débiteurs et les emprunteurs sont gagnants. **Et les banques centrales ont été créées pour soutenir le secteur financier et sa rentabilité, et pas grand-chose d'autre.**

Et en effet, elles ne peuvent pas faire grand-chose d'autre. J'ai montré dans de nombreux articles précédents les preuves que les banques centrales ont peu de contrôle sur l'"économie réelle" dans les économies capitalistes, ce qui inclut toute inflation des prix des biens ou des services.

Pendant les 30 années de désinflation générale des prix (où la hausse des prix ralentit ou même se dégonfle), les banques centrales ont eu du mal à atteindre leur objectif habituel de 2% d'inflation annuelle avec leurs armes habituelles que sont les taux d'intérêt et les injections monétaires. Et ce sera la même histoire en essayant cette fois-ci de réduire les taux d'inflation.

Toutes les banques centrales ont été prises de court par la montée en flèche des taux d'inflation. Et pourquoi cela ? En général, parce que le mode de production capitaliste n'évolue pas de manière régulière, harmonieuse et planifiée, mais plutôt de manière saccadée, inégale et anarchique, avec des booms et des effondrements. Mais surtout maintenant, parce que, comme l'a dit le président de la Fed, Jerome Powell, dans un discours-programme prononcé la semaine dernière devant l'Association nationale des économistes d'entreprise, "Pourquoi les prévisions sont-elles si éloignées ? À mon avis, une partie importante de l'explication est que les prévisionnistes ont largement sous-estimé la gravité et la persistance des frictions du côté de l'offre, qui, lorsqu'elles sont combinées à une forte demande, en particulier pour les biens durables, ont produit une inflation étonnamment élevée." **En effet, j'ai soutenu dans des posts précédents que, contrairement à l'opinion des keynésiens, l'explosion actuelle de l'inflation n'est pas due à une "demande excessive" ou à des "augmentations salariales excessives" (cost push), mais à l'échec de l'offre/production.**

Comme l'a dit Powell : "contrairement aux attentes, la COVID n'a pas disparu avec l'arrivée des vaccins. En fait, nous nous dirigeons à nouveau vers de nouvelles ruptures d'approvisionnement liées au COVID en provenance de Chine. Il semble toujours probable que la guérison espérée du côté de l'offre se produira au fil du temps, à mesure que le monde s'installera dans une nouvelle normalité, mais le moment et la portée de ce soulagement sont très incertains". Et cela pose un problème insoluble aux banquiers centraux dans leur quête de protection des profits bancaires. Leurs armes monétaires s'avéreront inutiles dans cette guerre contre l'inflation.

Powell a déclaré : "Nous avons les outils nécessaires, et nous les utiliserons pour rétablir la stabilité des prix." Mais le fait-il ? Comme l'a dit Andrew Bailey, gouverneur de la Banque d'Angleterre : "La politique monétaire n'augmentera pas l'offre de puces à semi-conducteurs, elle n'augmentera pas la quantité de vent (non, vraiment), et elle ne produira pas non plus plus de conducteurs de poids lourds." Et Jean Boivin, ancien sous-gouverneur de la Banque du Canada aujourd'hui au BlackRock Investment Institute, a commenté : "Nous n'avons pas affaire à

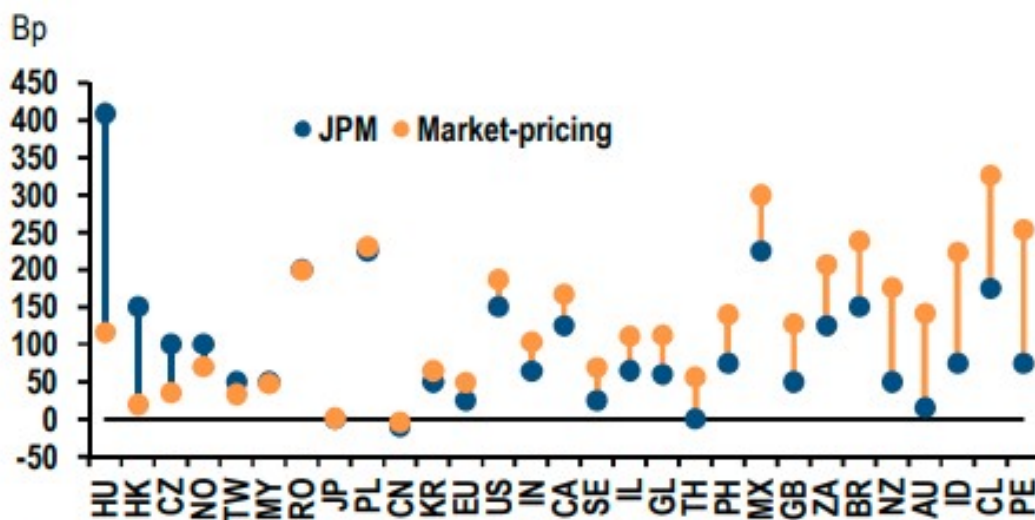
une inflation due à la demande. Ce que nous vivons réellement en ce moment, c'est un choc massif de l'offre et la manière d'y faire face n'est pas aussi simple que de traiter l'inflation."

Si la hausse de l'inflation est due à une faiblesse de l'offre plutôt qu'à une demande excessivement forte, la politique monétaire ne fonctionnera pas. La politique monétaire est censée fonctionner en essayant d'augmenter ou de réduire la "demande globale", pour reprendre la catégorie keynésienne.

Si les dépenses augmentent trop vite pour que la production puisse les satisfaire, ce qui génère de l'inflation, des taux d'intérêt plus élevés sont censés freiner la volonté des entreprises et des ménages de consommer ou d'investir en augmentant le coût des emprunts. Mais même si cette théorie était correcte (et les faits ne la soutiennent guère), elle ne s'applique pas lorsque les prix augmentent parce que les chaînes d'approvisionnement se sont rompues, que les prix de l'énergie augmentent ou qu'il y a des pénuries de main-d'œuvre.

Néanmoins, les banques centrales n'ont que l'arme monétaire à appliquer à l'accélération de l'inflation. La Fed prévoit donc une forte augmentation de son "taux directeur" (le taux des fonds fédéraux), qui fixe le plancher pour tous les emprunts sur les marchés capitalistes. Et les autres banques centrales font de même.

Projected policy rate hikes by end-4Q22

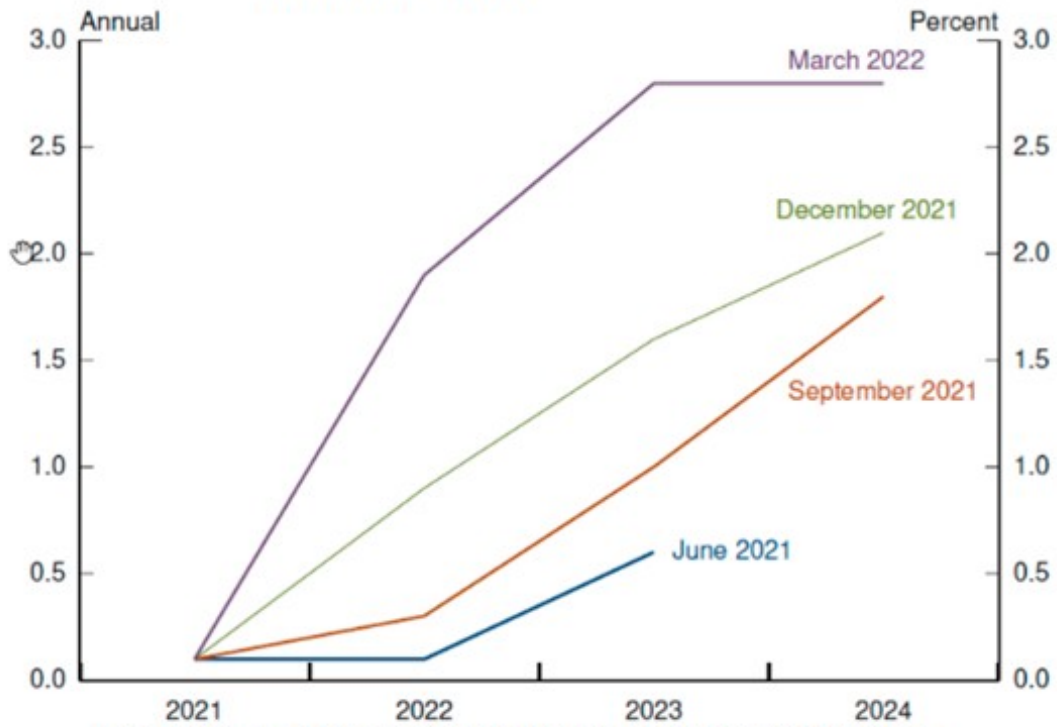


Source: J.P. Morgan Global Economics

Le discours de Powell

M. Powell souhaite porter le taux des fonds fédéraux à 1,9 % d'ici la fin de l'année et dépasser ainsi sa valeur normale à long terme d'ici 2023.

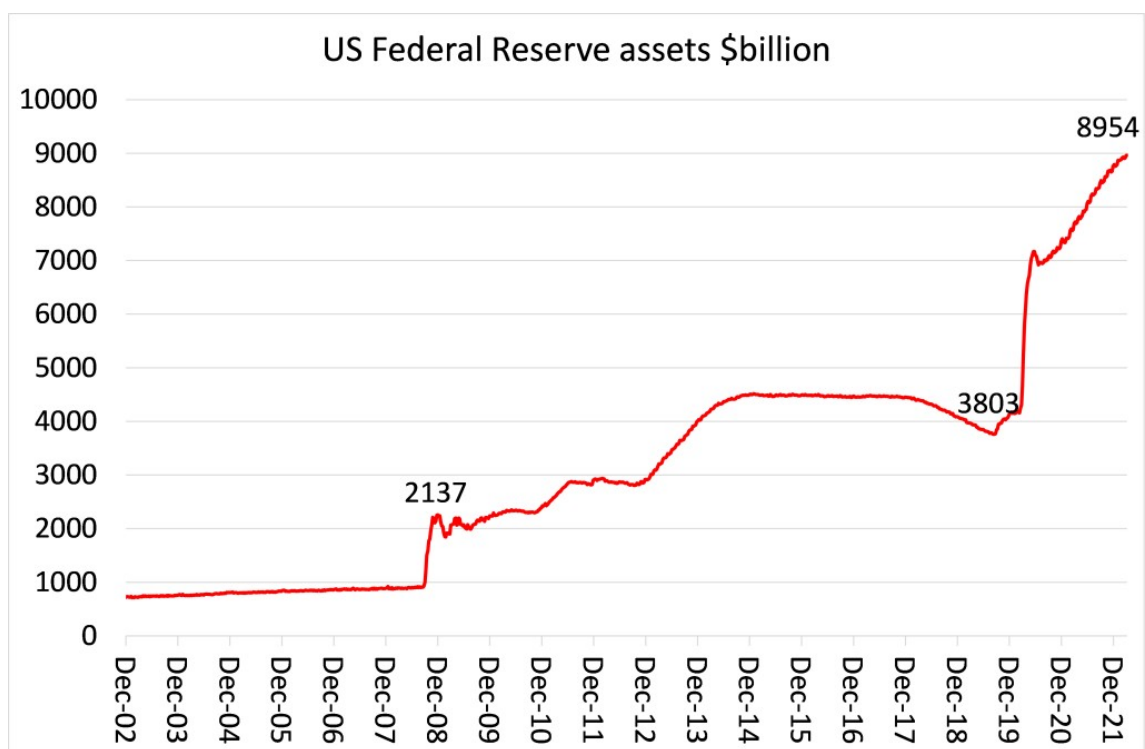
Figure 5. FOMC participants project a higher federal funds rate path



Note: Figure reports the median expectation of FOMC participants for the federal funds rate at the end of the year indicated.
 Source: Summary of Economic Projections, available on the Board's website at <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>.

Discours de Powell

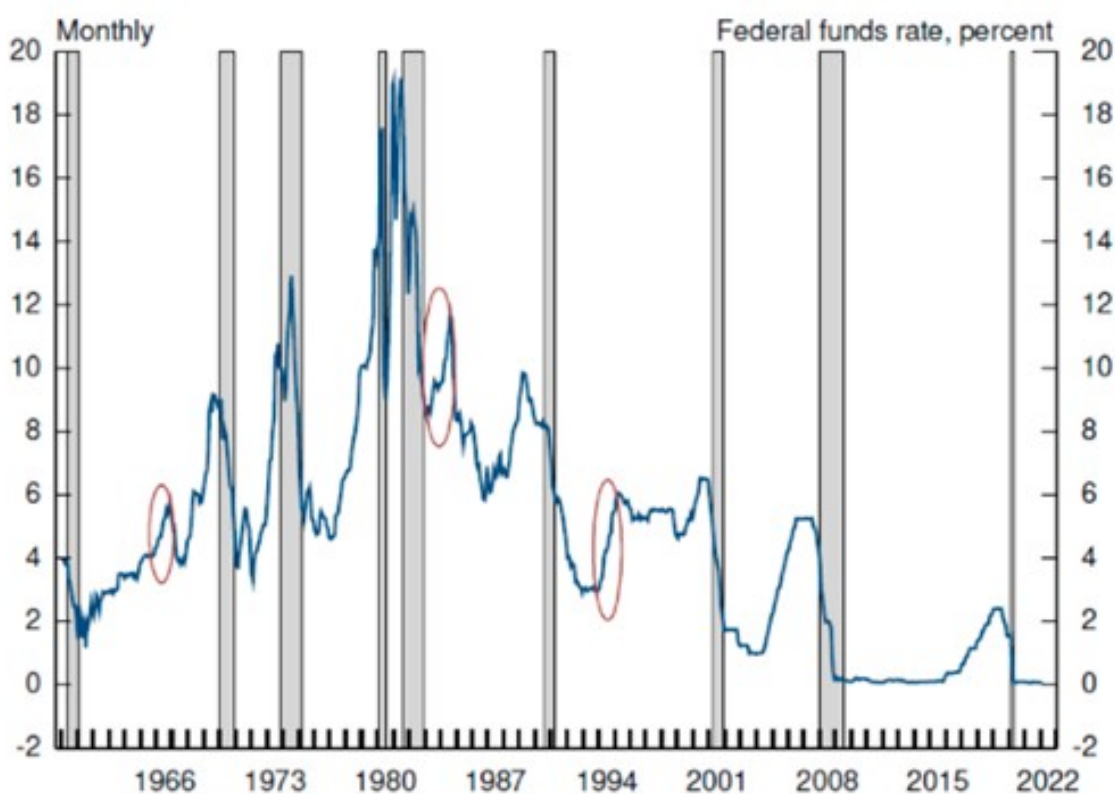
Dans le même temps, la Fed "pivote" sur son précédent programme d'"assouplissement quantitatif" (QE), c'est-à-dire l'achat d'obligations d'État et d'obligations garanties par l'État par le biais d'une augmentation de la masse monétaire. Au cours du 21^e siècle, la Fed a acheté tellement de papier gouvernemental que son bilan est passé de 1 000 milliards de dollars à près de 9 000 milliards de dollars, faisant plus que doubler pendant la pandémie de COVID.



Série FRED St Louis

Maintenant, la Fed va réduire le montant total de son bilan. Powell affirme que "ces actions politiques et celles à venir aideront à ramener l'inflation près de 2 % au cours des trois prochaines années." En effet, l'économie dominante est optimiste quant à l'idée que l'augmentation des taux d'intérêt et l'inversion des injections monétaires par la Fed et d'autres banques centrales permettront non seulement de tuer l'inflation, mais aussi d'éviter l'effondrement de l'investissement et de la consommation qui en résulterait, pour autant que la Fed se lance dans la guerre contre l'inflation et mette fin à sa politique d'apaisement. M. Powell a déclaré que "l'histoire nous donne quelques raisons d'être optimistes : Les atterrissages en douceur, ou du moins les atterrissages en douceur, ont été relativement fréquents dans l'histoire monétaire des États-Unis. Dans trois épisodes – en 1965, 1984 et 1994 – la Fed a augmenté le taux des fonds fédéraux de manière significative en réponse à ce qui était perçu comme une surchauffe sans précipiter une récession."

Figure 6. Three soft landings

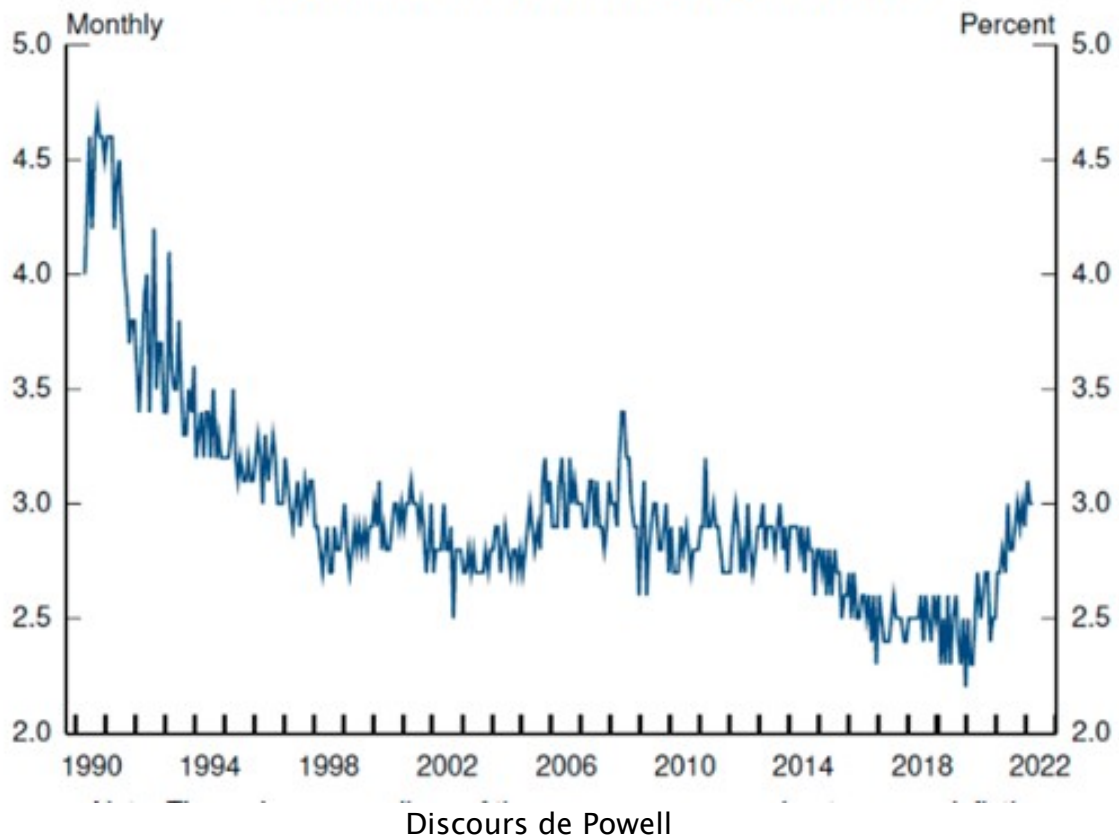


Note: The shaded bars indicate periods of business recession as defined by the National Bureau of Economic Research (NBER): December 1969 to November 1970, November 1973 to March 1975, January 1980 to July 1980, July 1981 to November 1982, July 1990 to March 1991, March 2001 to November 2001, December 2007 to June 2009, and February 2020 to April 2020.

Le discours de Powell

Powell a également fait grand cas de l'explication courante de l'inflation, à savoir qu'elle est principalement causée par les "attentes" de hausse des prix qui gagnent du terrain parmi les consommateurs et les entreprises auto-réalisatrices si vous voulez. "Au cours de la période récente, les anticipations d'inflation à court terme ont, bien sûr, augmenté avec l'inflation, mais les anticipations à plus long terme restent bien ancrées dans leurs fourchettes historiques."

Figure 7. Longer-run expectations remain well-anchored in their historical ranges



Cette explication "psychologique" de l'inflation supprime toute analyse objective de la formation des prix. Pourquoi les "attentes" devraient-elles augmenter ou diminuer en premier lieu ? Et comme je l'ai déjà mentionné, les preuves soutenant le rôle des "attentes" sont faibles.

Comme le conclut un nouveau document de Jeremy Rudd à la Réserve fédérale : " Les économistes et les responsables de la politique économique pensent que les attentes des ménages et des entreprises en matière d'inflation future sont un facteur déterminant de l'inflation réelle. Un examen de la littérature théorique et empirique pertinente suggère que cette croyance repose sur des bases extrêmement fragiles, et il est démontré qu'y adhérer sans critique pourrait facilement conduire à de graves erreurs de politique."

Powell a considérablement exclu de ses "récessions douces" les deux effondrements les plus profonds et les plus larges des grandes économies capitalistes depuis 1945, à savoir 1980–82 et la grande récession de 2008–9, lorsque les taux d'intérêt ont fortement augmenté avant le début de la récession. Ce faisant, il n'est pas en mesure d'expliquer pourquoi un resserrement de la politique monétaire peut avoir un atterrissage "en douceur" à certains moments et des effondrements à d'autres.

Ce qui manque à toute explication, ce sont deux choses que la théorie marxiste offre.

Premièrement, ce qui arrive à la rentabilité du capital ; et deuxièmement, ce qui arrive au taux d'intérêt réel (après avoir pris en compte le taux d'inflation). Dans les périodes où la rentabilité moyenne est élevée et/ou en hausse, alors les taux d'intérêt peuvent et vont augmenter aussi,

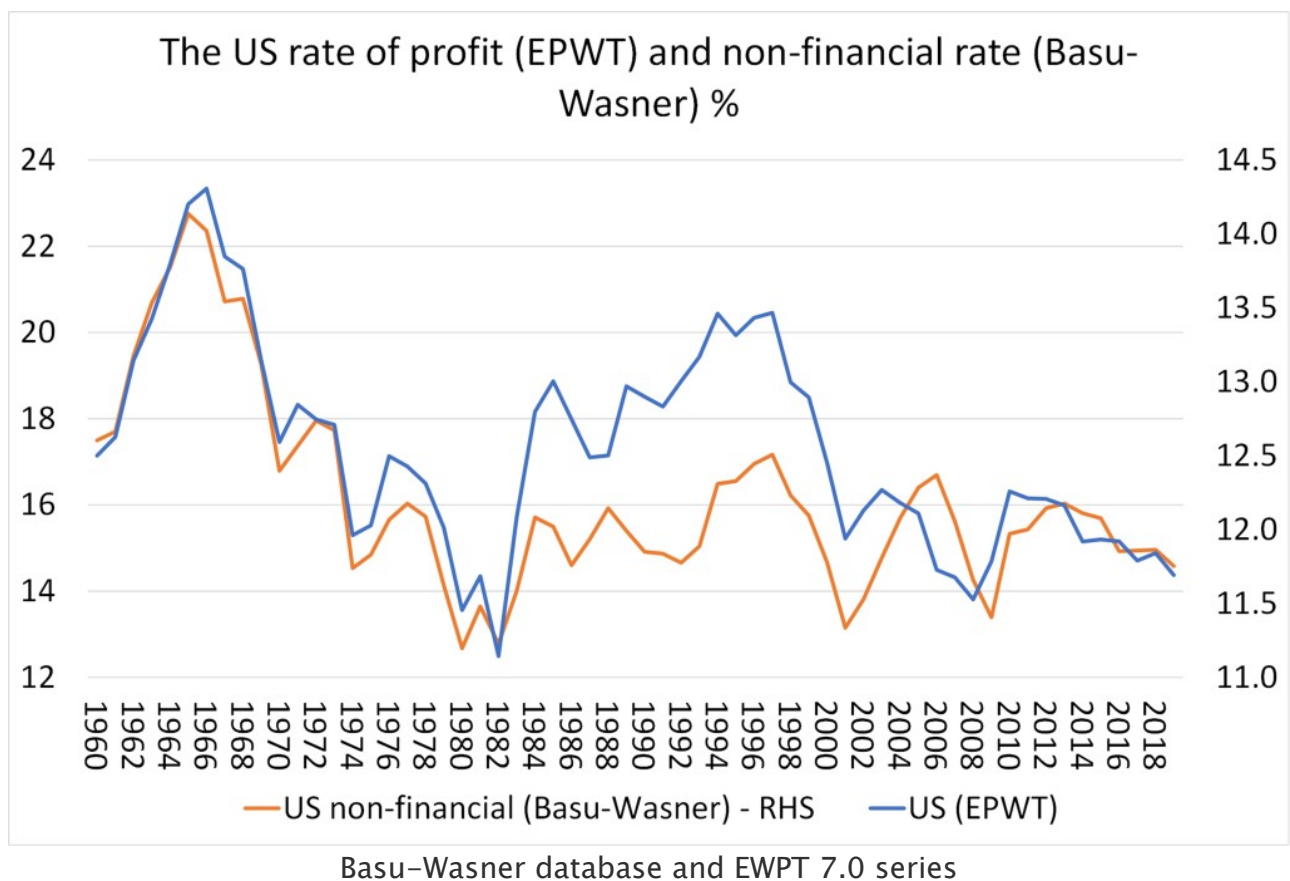
mais sans écraser l'investissement (productif et improductif, immobilier et financier). C'était le cas dans tous les cas d'atterrissage "en douceur" cités par Powell.

C'était également le cas dans un autre argument optimiste concernant le succès probable de la politique monétaire dans le contrôle de l'inflation. Un analyste affirme que la période 1946–48 est le meilleur parallèle historique avec la situation actuelle. Il y avait alors de graves pénuries d'approvisionnement qui ont entraîné de fortes hausses des prix.

Mais les hausses de prix ont fini par ralentir à mesure que l'offre arrivait et que la fabrication passait de la production militaire à la production civile. La Fed n'a pas eu à relever les taux d'intérêt, mais a simplement appliqué une réduction relativement légère de la croissance du crédit pour réduire son bilan. En d'autres termes, la "main invisible" du marché a fonctionné.

Mais cette explication omet une fois de plus de noter que la rentabilité moyenne du capital à cette époque atteignait les sommets du 20e siècle, avec une main-d'œuvre bon marché et une technologie inutilisée à appliquer. Il n'est pas étonnant que l'offre se soit rapidement mise en place pour éteindre les flammes de l'inflation.

Mais ce n'était pas le cas en 1980, après l'énorme crise de rentabilité qui a débuté au milieu des années 1960 et qui a été exacerbée par l'effondrement international de 1974–5. Et ce n'était pas le cas en 2008–9, où la rentabilité du capital productif n'était pas beaucoup plus élevée qu'au début des années 1980 et beaucoup plus faible que pendant l'"âge d'or" de la production capitaliste de 1946–64 ou même la période de reprise "néolibérale" des années 1980 et 1990.



Then there is the second factor, the real rate of interest. Paul Volcker became head of the Federal Reserve in 1979 when inflation rates, triggered by high oil prices and tight labour

markets capping supply adjustment (unlike 1948), had reached 20th century highs. Volcker, a convinced 'monetarist' and strong advocate of the interests of bankers, immediately hiked interest rates to such levels that real Fed fund interest rate jumped from -3% to +5%. You can see that jump in the graph below, where the red line is the US CPI inflation rate, the black line is the Fed Funds nominal rate and the blue line is the real rate.



Fred St Louis

Ce choc sur les coûts d'emprunt en termes réels, associé à la très faible rentabilité du capital, a provoqué le plus profond effondrement d'après-guerre pour les principales économies capitalistes, en deux temps sur trois ans. Ce fut la fin des emplois manufacturiers aux États-Unis, en Europe occidentale et au Royaume-Uni. Le capital productif s'est déplacé vers l'Europe de l'Est, l'Amérique latine et l'Asie. C'est d'ailleurs cet effondrement qui a tué l'inflation et fait baisser les prix du pétrole, et non la hausse des taux d'intérêt.

Quelle est la situation actuelle du taux d'intérêt réel ? Il est encore plus bas que lorsque Volcker est entré en fonction en 1979. Deux choses en découlent : pour faire comme Volcker et amener le taux réel de la Fed en territoire positif afin de juguler l'inflation, il faudrait une série de hausses de la Fed jamais égalée depuis 100 ans ; et si cela devait être appliqué, étant donné le faible niveau de rentabilité de l'après-guerre, cela entraînerait presque certainement un nouvel effondrement de l'investissement et de la production dans les grandes économies – sans parler de son impact sur les soi-disant économies émergentes du Sud...

Tout cela vous indique que la politique monétaire est une arme rudimentaire pour contrôler l'inflation et qu'elle ne réussira pas sans provoquer un effondrement majeur – pas d'atterrissage "en douceur".

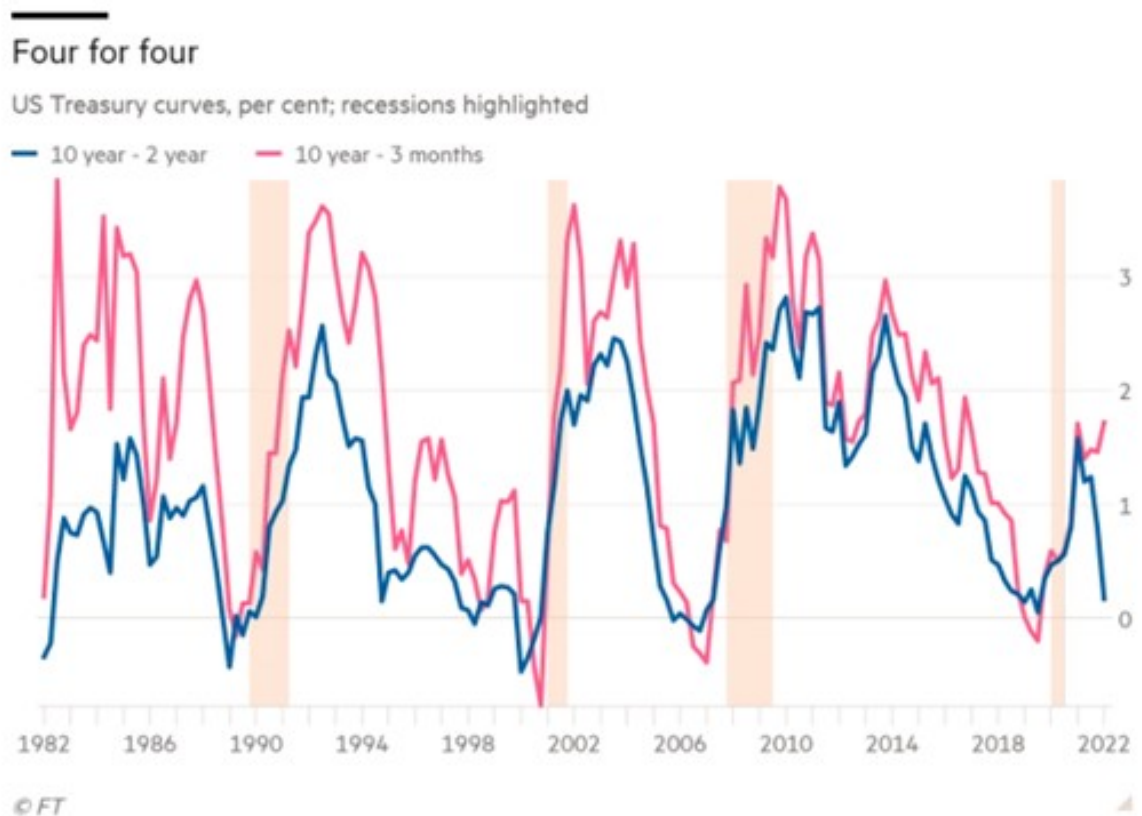
Un indicateur utile d'une récession dans le passé, que j'ai déjà mentionné, est une courbe de rendement inversée. Cela se produit lorsque, sur le marché obligataire, le taux d'intérêt ou le rendement d'un prêt à court terme (3 mois ou 2 ans) dépasse le taux d'intérêt ou le rendement d'un prêt ou d'une obligation à plus long terme (10 ans).

Normalement, si vous empruntez (émettez une obligation) pour une période plus longue, vous devez payer un taux d'intérêt plus élevé au prêteur ou à l'acheteur de l'obligation, car la durée

du crédit est plus longue et le prêt est donc soumis à un risque d'inflation ou de défaut plus important.

Mais lorsque la "courbe des taux" s'aplatit ou même s'inverse, une récession s'ensuit généralement. Pourquoi ? Parce qu'elle indique que les acheteurs d'obligations craignent que les hausses de taux d'intérêt ne provoquent un éventuel effondrement et achètent donc davantage d'obligations d'État sûres à long terme pour protéger leurs liquidités.

Actuellement, la courbe de rendement des obligations d'État américaines se dirige rapidement vers une inversion. Le discours faucon de Jay Powell déclarant la guerre à l'inflation a entraîné une forte baisse de la courbe. La ligne bleue du graphique ci-dessous, la courbe 10 ans/2 ans, se dirige tout droit vers zéro. Au cours des 40 dernières années, chaque fois que cela s'est produit, une récession a suivi (comme le montrent les parties ombrées du graphique). En fait, c'est pire que cela : des courbes 10/2 inversées ont précédé les huit dernières récessions et 10 des 13 dernières récessions, selon la Bank of America.



Powell a tenté d'écarter l'indicateur de la courbe des taux dans son discours à la NAB, arguant que seule l'extrémité courte de la courbe était un indicateur de récession et c'est lorsqu'elle est en baisse, et non en hausse : "Il y a de bonnes recherches menées par le personnel du système de la Réserve fédérale qui indiquent qu'il faut vraiment regarder la partie courte – les 18 premiers mois – de la courbe des taux. C'est vraiment ce qui a 100 % du pouvoir explicatif de la courbe de rendement. C'est logique. Car si elle est inversée, cela signifie que la Fed va procéder à des réductions, ce qui signifie que l'économie est faible."

Quelle que soit la valeur prédictive de la courbe des taux obligataires, le fait est que l'économie américaine, la plus performante des pays du G7, devrait ralentir au cours de l'année. Il y a peu de marge de manœuvre pour une nouvelle croissance par l'emploi de travailleurs

supplémentaires, tandis que la productivité et les investissements des entreprises ralentissent. En glissement annuel, la productivité du travail du secteur des entreprises non agricoles n'a progressé que de 1 % à la fin de 2021, contre 2,4 % en 2020. Quant à l'investissement des entreprises, il ne dépassait que de 2,4 % les niveaux d'avant la pandémie à la fin de 2021. Plusieurs prévisions suggèrent désormais un ralentissement significatif de la croissance économique aux États-Unis et au Royaume-Uni, et probablement une récession pure et simple dans la zone euro avant la fin de l'année.

Et ce ne sont pas seulement les secteurs productifs de l'économie qui sont en danger. C'est l'effondrement du secteur immobilier en 2008 qui a déclenché la grande récession. Et après une frénésie immobilière massive pendant la pandémie de COVID, si les taux hypothécaires augmentent fortement, les prix des logements pourraient baisser, ce qui affaiblirait les dépenses de consommation.

L'investisseur obligataire américain Bill Gross a déclaré : "Je pense qu'il ne faut pas dépasser 2,5 à 3 % avant de faire craquer l'économie à nouveau. Nous nous sommes tout simplement habitués à des taux de plus en plus bas et toute hausse importante brisera le marché immobilier." La dette hypothécaire en tant que part du PIB réel a déjà augmenté de 6 points de pourcentage pour atteindre 55 % depuis que le dernier cycle de hausse des taux a atteint son sommet fin 2015.

Au lieu d'un "atterrissage en douceur" comme l'espère Jay Powell, Philipp Hilderbrand, analyste chez Goldman Sachs, estime : "**Le risque de stagflation est une réelle préoccupation aujourd'hui...** Nous sommes face à un choc d'offre superposé à un choc d'offre. Et la nature du nouveau choc de l'offre – centré sur l'énergie – suggère non seulement que l'inflation va encore augmenter et probablement se révéler plus persistante à l'avenir, mais aussi que la croissance va en prendre un coup."

Il existe une alternative à la politique monétaire. Elle consiste à stimuler l'investissement et la production par le biais de l'investissement public. Cela permettrait de résoudre le choc d'offre. Mais un investissement public suffisant pour y parvenir nécessiterait un contrôle important des principaux secteurs de l'économie, notamment l'énergie et l'agriculture, et une action coordonnée au niveau mondial.

C'est actuellement une utopie. **Au lieu de cela, les gouvernements cherchent à réduire les investissements dans les secteurs productifs et à augmenter les dépenses militaires pour mener la guerre contre la Russie (et la Chine ensuite).**

Dans quelle direction cela va-t-il se passer ? Powell, Draghi et Bailey seront-ils des mini-Volckers ou prendront-ils du recul par rapport au conflit, opteront-ils pour moins de hausses de taux et seront-ils contraints de vivre avec une inflation plus élevée ? **Quoi qu'il en soit, cela suggère que l'inflation mondiale ne diminuera pas avant l'apparition d'une nouvelle crise, ce qui signifie que la guerre des banques centrales contre l'inflation a été perdue.**

The war on inflation

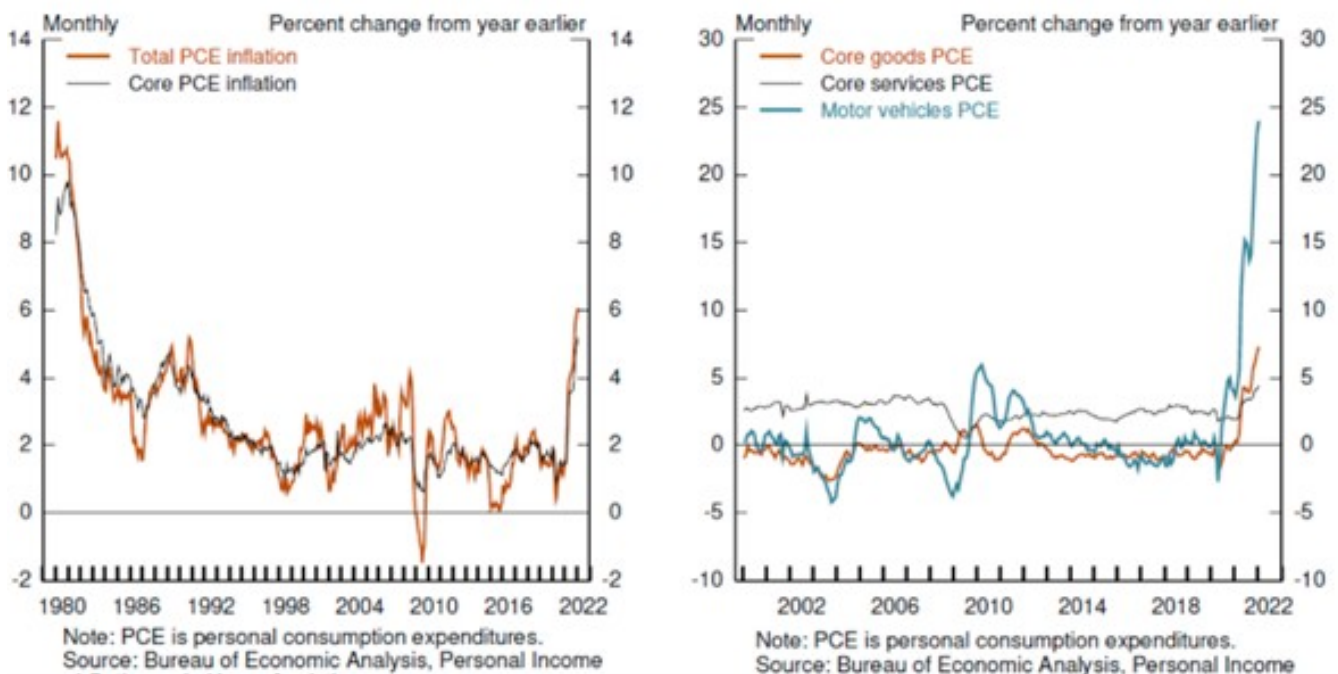
<https://thenextrecession.wordpress.com/2022/03/26/the-war-on-inflation/>

The Russian invasion of Ukraine grinds agonisingly on with more dying and displaced and with further destruction of Ukrainian cities, farms and homes. Back in the major economies, there is another war brewing: the war on inflation.

Inflation of consumer prices are now at 30–40 year highs with more to come. The COVID pandemic slump and now the Ukraine conflict has driven energy and food prices up to record highs. The war in Ukraine has gone global. Spiking commodity prices are on track to see their [sharpest rises since 1970](#), sending a shock wave of suffering across the world as the prices of essential goods every human needs to survive are surging upwards. Wheat prices are up 60% since February. Food prices are [now higher](#) than during the global food crisis of 2008, which [pushed 155 million people](#) into extreme poverty.

And the price inflation in these key areas has migrated into general price increase. Annual consumer price inflation (CPI) now stands at 7.9% in the US, 5.9% in the Eurozone; 6.2% in the UK and even Japan, long a deflating economy, now has an inflation rate of 1%. In the so-called emerging economies, inflation is even worse: India 6.1%; Russia 9.2%; Brazil 10.5%;, Argentina 52%; Turkey 54%.

Figure 4. Inflation has been rising, particularly for goods



Federal Reserve Powell Speech

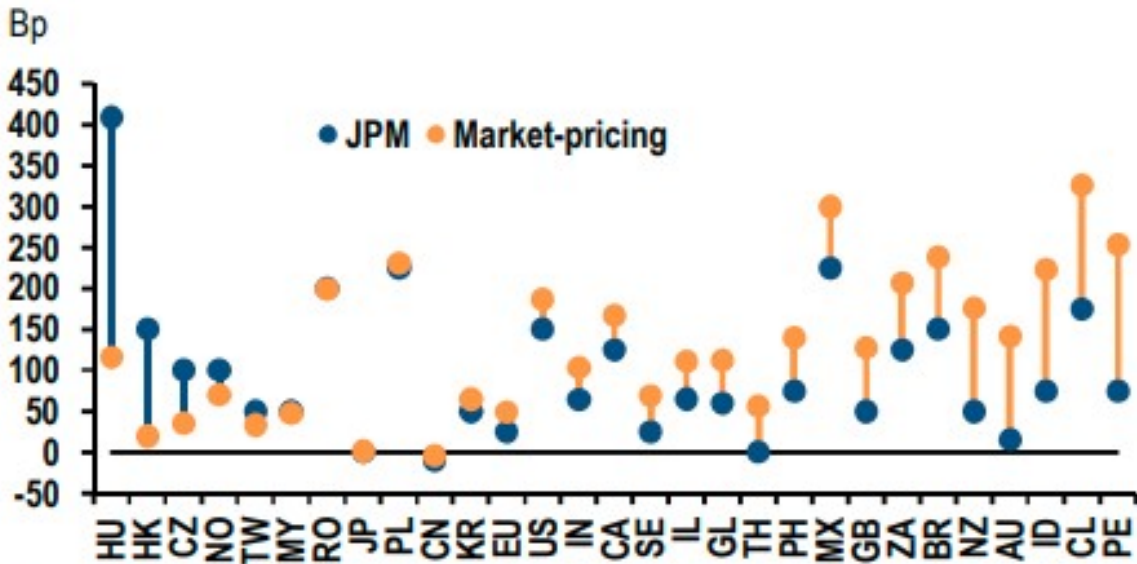
The battle is now to reduce and control inflation and it is being led by the central banks of the major economies: the Federal Reserve, the European Central Bank, the Bank of England and the Bank of Japan. It is the primary job of central banks to control price inflation; not to help to sustain employment and economic growth – they are secondary. (*The ultimate responsibility for price stability rests with the Federal Reserve* – Jay Powell). That’s because inflation is the

main enemy of the banking system. Creditors and lenders of money lose out if inflation rises, while debtors and borrowers gain. And central banks were created to support the financial sector and its profitability and not much else.

And indeed, there is not much else they can do. I have shown [in many previous posts](#) the evidence that central banks have little control over the 'real economy' in capitalist economies and that includes any inflation of prices in goods or services. For the 30 years of general price disinflation (where price rises slow or even deflate), central banks have struggled to meet their usual 2% annual inflation target with their usual weapons of interest rates and monetary injections. And it will be the same story in trying this time to reduce inflation rates. All the central banks were caught napping as inflation rates soared. And why was this? In general, because the capitalist mode of production does not move in a steady, harmonious and planned way but instead in a jerky, uneven and anarchic manner, of booms and slumps. But specifically now, because as [Fed Chair Jerome Powell put it in a keynote speech to the National Association of Business Economists last week](#), *"Why have forecasts been so far off? In my view, an important part of the explanation is that forecasters widely underestimated the severity and persistence of supply-side frictions, which, when combined with strong demand, especially for durable goods, produced surprisingly high inflation."* Indeed, [I have argued in previous posts](#) that, contrary to the view of the Keynesians, the current inflation burst is not due to 'excessive demand' or 'excessive wage increases' (cost push), but due to the failure of supply/production.

As Powell put it: *"contrary to expectations, COVID has not gone away with the arrival of vaccines. In fact, we are now headed once again into more COVID-related supply disruptions from China. It continues to seem likely that hoped-for supply-side healing will come over time as the world ultimately settles into some new normal, but the timing and scope of that relief are highly uncertain."* And this poses an intractable problem for the central bankers in their quest to protect bank profits. Their monetary weapons will prove useless in this war on inflation. Powell said that *"We have the necessary tools, and we will use them to restore price stability."* But does he? As Andrew Bailey, governor of the Bank of England, said: *"Monetary policy will not increase the supply of semiconductor chips, it will not increase the amount of wind (no, really), and nor will it produce more HGV drivers."* And Jean Boivin, a former Bank of Canada deputy governor now at the BlackRock Investment Institute, commented: *"We are not dealing with demand-push inflation. What we are really going through right now is a massive supply shock and the way to deal with this is not as straightforward as just dealing with inflation."* If rising inflation is being driven by a weak supply-side rather than an excessively strong demand side, monetary policy won't work. Monetary policy supposedly works by trying to raise or lower 'aggregate demand', to use the Keynesian category. If spending is growing too fast for production to meet it and so generating inflation, higher interest rates supposedly dampen the willingness of companies and households to consume or invest by increasing the cost of borrowing. But even if this theory were correct (and the evidence does not support it much), it does not apply when prices are rising because supply chains have broken, energy prices are increasing or there are labour shortages. Nevertheless, central banks have only the monetary weapon to apply to accelerating inflation. So the Fed plans a sharp rise in its 'policy rate' of interest (the Fed Funds rate), which sets the floor for all borrowing in capitalist markets. And so do other central banks.

Projected policy rate hikes by end-4Q22

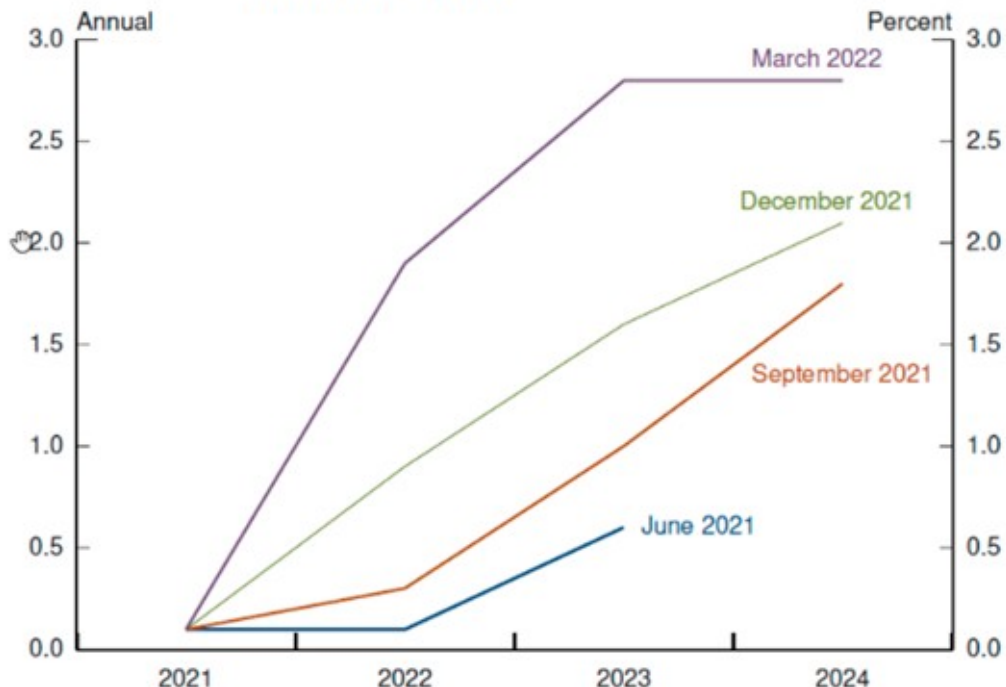


Source: J.P. Morgan Global Economics

Powell Speech

Powell aims to hike the Federal funds rate to 1.9 percent by the end of this year and thus rising above its estimated longer-run normal value by 2023.

Figure 5. FOMC participants project a higher federal funds rate path

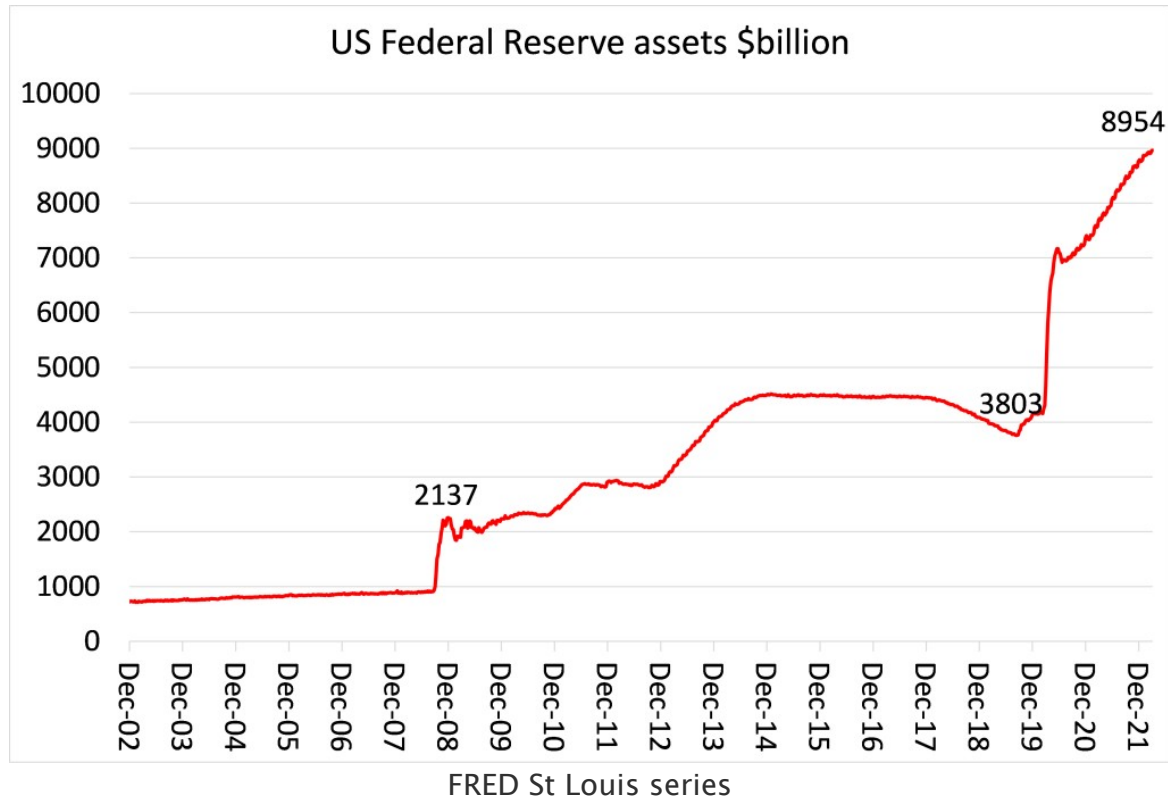


Note: Figure reports the median expectation of FOMC participants for the federal funds rate at the end of the year indicated.
 Source: Summary of Economic Projections, available on the Board's website at <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>.

Powell Speech

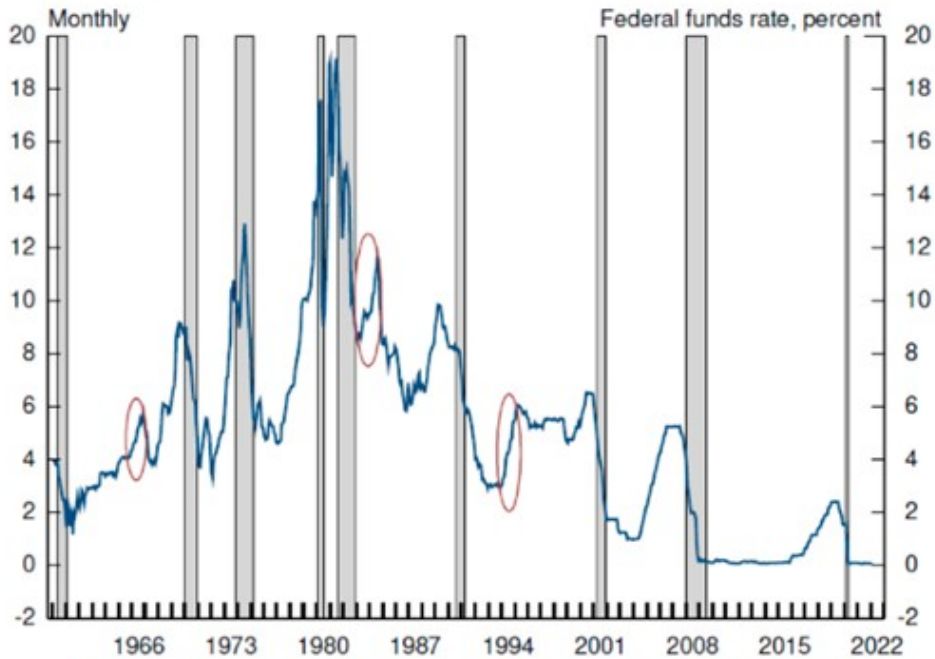
At the same time, the Fed is 'pivoting' on its previous programme of 'quantitative easing' (QE) ie buying government and government-backed bonds through an increase in money supply.

During the 21st century, the Fed has bought so much government paper that its balance sheet has jumped from \$1 trillion to nearly \$9 trillion, more than doubling during the COVID pandemic.



Now the Fed is going to reduce the total amount of the balance sheet. Powell claims that *“these policy actions and those to come will help bring inflation down near 2 percent over the next 3 years.”* Indeed, there is optimism in mainstream economics that increased interest rates and a reverse of monetary injections by the Fed and other central banks will not only kill inflation but also avoid a slump in investment and consumption as a result, as long the Fed gets on with the war on inflation and ends its policy of appeasement. Powell commented that *“the historical record provides some grounds for optimism: Soft, or at least soft-ish, landings have been relatively common in U.S. monetary history.⁵ In three episodes—in 1965, 1984, and 1994—the Fed raised the federal funds rate significantly in response to perceived overheating without precipitating a recession.”*

Figure 6. Three soft landings

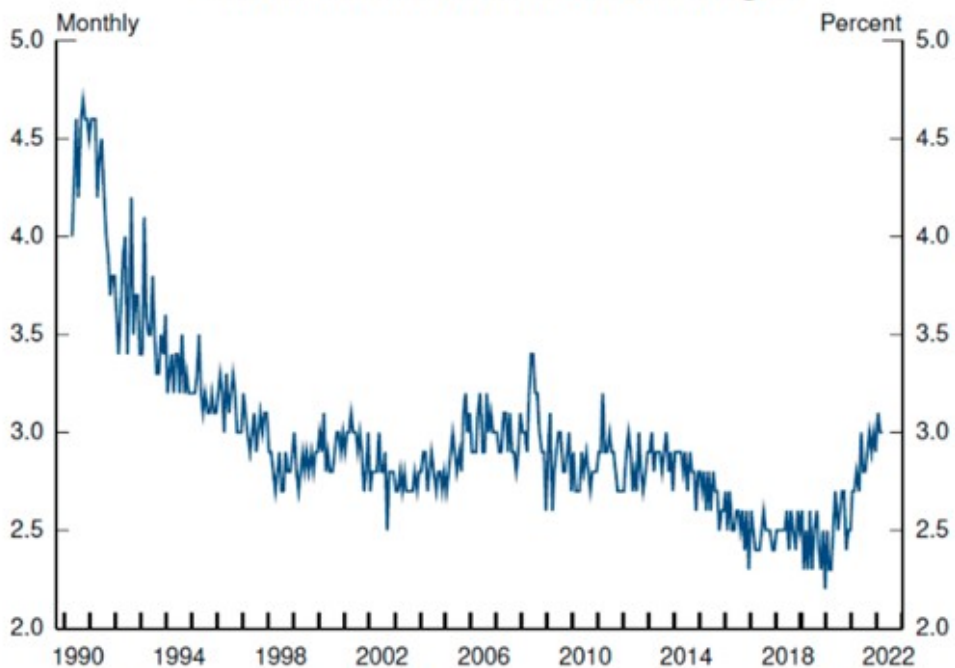


Note: The shaded bars indicate periods of business recession as defined by the National Bureau of Economic Research (NBER): December 1969 to November 1970, November 1973 to March 1975, January 1980 to July 1980, July 1981 to November 1982, July 1990 to March 1991, March 2001 to November 2001, December 2007 to June 2009, and February 2020 to April 2020.

Powell speech

Powell also made much of the current mainstream explanation of inflation: that it is mainly caused by ‘expectations’ of price rises gaining traction among consumers and businesses – self-fulfilling if you like. *“In the recent period, short-term inflation expectations have, of course, risen with inflation, but longer-run expectations remain well anchored in their historical ranges.”*

Figure 7. Longer-run expectations remain well-anchored in their historical ranges



Powell Speech

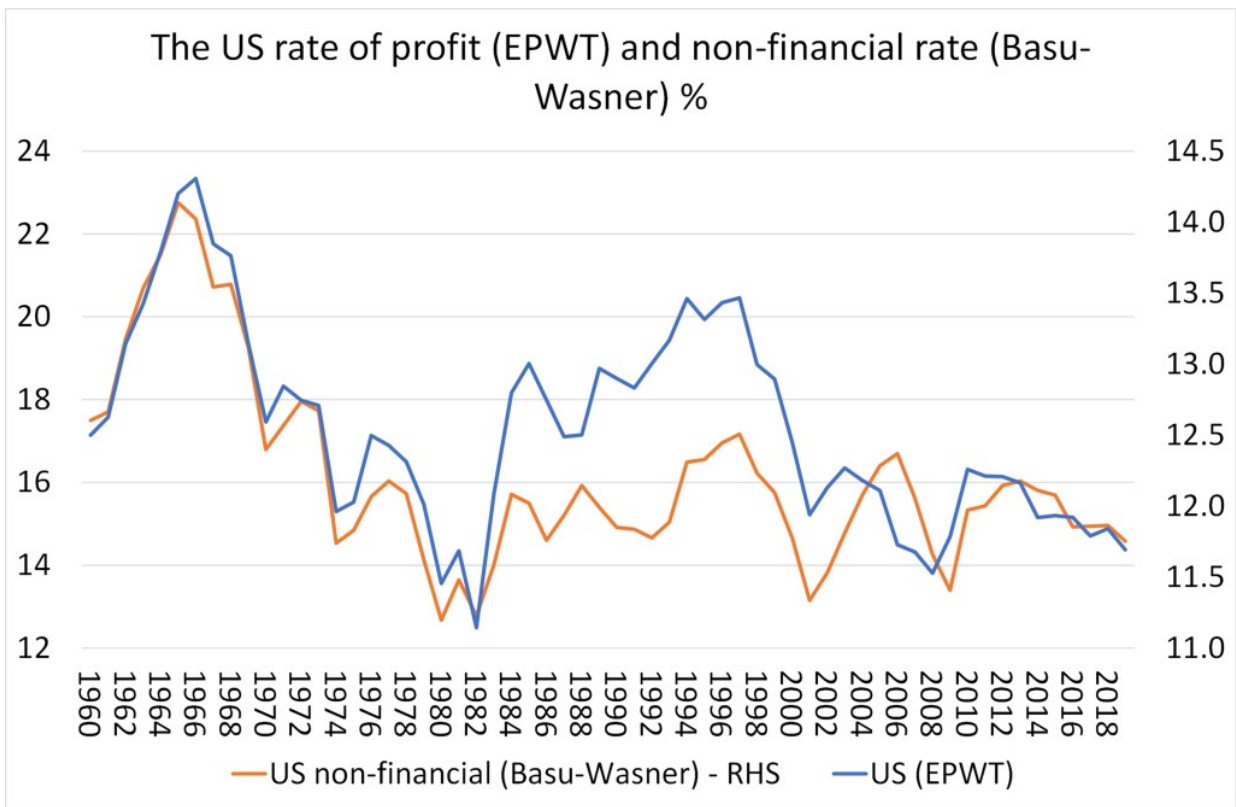
This 'psychological' explanation of inflation removes any objective analysis of price formation. Why should 'expectations' rise or fall in the first place? And as I mentioned before, the evidence supporting the role of 'expectations' is weak. As [a new paper by Jeremy Rudd at the Federal Reserve](#) concludes; *"Economists and economic policymakers believe that households' and firms' expectations of future inflation are a key determinant of actual inflation. A review of the relevant theoretical and empirical literature suggests that this belief rests on extremely shaky foundations, and a case is made that adhering to it uncritically could easily lead to serious policy errors."*

Powell significantly left out of his 'soft recessions' the two deepest and widest slumps in the major capitalist economies since 1945, namely 1980–82 and the Great Recession of 2008–9, when interest rates rose sharply prior to the start of recession. In doing so, he cannot offer an explanation of why tighter monetary policy can have 'soft' landings sometimes and slumps other times.

[What is missing from any explanation are two things that Marxist theory offers.](#) First, what is happening to the profitability of capital; and second, [what is happening to the real rate of interest \(after taking into account the inflation rate\)](#). In periods where average profitability is high and/or rising, then interest rates can and will rise too but without crushing investment (both productive and unproductive (real estate and finance)). That was the case in all the 'soft' landing cases cited by Powell.

It was also the case in another optimistic argument for the likely success of monetary policy in controlling inflation. One analyst claims that 1946–48 period is the best historical parallel to now. There were serious supply shortages then leading to sharp rises in price inflation. But eventually price increases slowed as supply came on board as manufacturing switched from military to civil production. The Fed did not have to hike interest rates but just applied a relatively mild reduction in credit growth to shrink its balance sheet. In other words, the market's "invisible hand" worked. But this explanation again fails to note that average profitability of capital in this period was at 20th century highs, with labour cheap and unused technology to be applied. No wonder supply came on board quickly to douse the flames of inflation.

But that was not the situation in 1980, after the huge profitability crisis that began from the mid-1960s and was exacerbated by the international slump of 1974–5. And it was not that case in 2008–9, where the profitability of productive capital was not much higher than in the early 1980s and much lower than in the 1946–64 'golden age' of capitalist production or even the 'neo-liberal' recovery period of the 1980s and 1990s.



Basu-Wasner database and EWPT 7.0 series

Then there is the second factor, the real rate of interest. Paul Volcker became head of the Federal Reserve in 1979 when inflation rates, triggered by high oil prices and tight labour markets capping supply adjustment (unlike 1948), had reached 20th century highs. Volcker, a convinced ‘monetarist’ and strong advocate of the interests of bankers, immediately hiked interest rates to such levels that real Fed fund interest rate jumped from -3% to +5%. You can see that jump in the graph below, where the red line in the US CPI inflation rate, the black line is the Fed Funds nominal rate and the real rate is the blue line.

Longterm trends

Zoom 10y 30y 50y 80y 100y All

Mar 21, 1972 - Mar 21, 2022



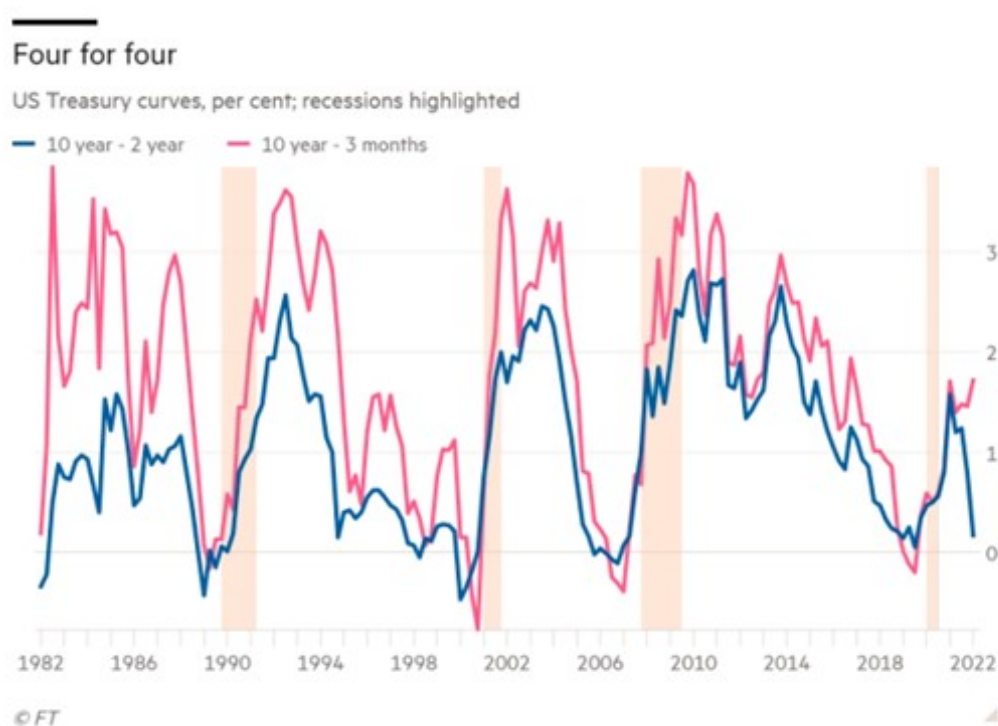
Fred St Louis

This shock hit to borrowing costs in real terms coupled with the very low profitability of capital caused the deepest post-war slump for the major capitalist economies, in two bouts over three years. It was the end of manufacturing jobs in the US, Western Europe and the UK. Productive capital moved to Eastern Europe, Latin America and Asia. Indeed, it was this slump that killed inflation and brought down oil prices, not rising interest rates.

What is the current situation for the real rate of interest? It is even lower than when Volcker took over in 1979. Two things flow from that: to do a 'Volcker' and take the Fed real rate into positive territory in order to curb inflation would require a series of Fed hikes not matched in 100 years; and if that were to be applied, given the near post-war low in profitability, it would almost certainly deliver a new slump in investment and production in the major economies – let alone its impact on the so-called emerging economies of the Global South.. All this tells you that monetary policy is a crude weapon to control inflation and is not going to succeed without causing a major slump – no 'soft' landing.

One useful indicator of a recession in the past, [which I have mentioned before](#), is an inverted yield curve. That's when, in the bond market, the rate of interest or yield on a short-term loan (3m or 2yr) rises above the rate of interest or yield on a longer-term loan or bond (10yr). Normally, if you borrow (issue a bond) for a longer period you must pay a higher rate of interest to the lender or purchaser of the bond because the length of time for the credit is longer and so the loan is subject to more inflation or default risk. But when the 'yield curve' flattens or even inverts, a recession usually follows. Why? Because it tells you that purchasers of bonds are getting worried that interest rate hikes will cause a possible slump and so are buying more safe long-term government bonds to protect their cash.

Well, currently the US government bond yield curve is fast heading towards inversion. Jay Powell's hawkish speech declaring war on inflation led to a sharp drop in the curve. The blue line in the graph below, the 10-year/2-year curve, is barrelling straight towards zero. In the past 40 years, every time that has happened, a recession has followed (as the shaded bits of the chart show). In fact, it's worse than that: inverted 10/2 curves have preceded the last eight recessions and 10 out of the last 13 recessions, according to Bank of America.



Powell tried to dismiss the yield curve indicator in his speech to the NAB, arguing that only the short end of the curve was an indicator of recession and that is when it is falling, not

rising: *“there is good research by staff in the Federal Reserve system that really says to look at the short — the first 18 months — of the yield curve. That’s really what has 100 per cent of the explanatory power of the yield curve. It makes sense. Because if it’s inverted, that means the Fed’s going to cut, which means the economy is weak.”*

Whatever the predictive value of the bond yield curve, the point is that the US economy, the best performer among the G7, is set to slow as the year progresses. There is little room for any further growth through employing more workers, while productivity and business investment is slowing. Year-on-year nonfarm business sector labour productivity advanced only 1% at the end of 2021, down compared with 2.4% in 2020. And business investment was only just 2.4% above pre-pandemic levels at end-2021. Several forecasts now suggest a significant slowdown in economic growth in the US and the UK, and probably an outright recession in the Eurozone before the year is out.

And it is not just the productive sectors of the economy that are at risk. It was the collapse in the housing sector in 2008 that triggered the Great Recession. And after a massive real estate spree during the COVID pandemic, if mortgage rates rise sharply, house prices could turn down, weakening consumer spending. US bond investor Bill Gross commented *“I suspect you can’t get above 2.5 to 3 per cent before you crack the economy again. We’ve just gotten used to lower and lower rates and anything much higher will break the housing market.”* Mortgage debt as a share of real GDP has already risen 6 percentage points to 55 per cent since the last rate-hiking cycle peaked in late 2015.

Instead of a ‘soft landing’ as Jay Powell hopes for, Goldman Sachs analyst Philipp Hilderbrand reckons: *“Stagflation risk is a real concern today... We are looking at a supply shock layered on top of a supply shock. And the nature of the new supply shock—centred on energy—suggests not only that inflation will move even higher and likely prove more persistent moving forward, but also that growth will take a hit.”*

There is an alternative to monetary policy. [It is to boost investment and production through public investment](#). That would solve the supply shock. But sufficient public investment to do that would require significant control of the major sectors of the economy, particularly energy and agriculture; and coordinated action globally. That is currently a pipedream. Instead, governments are looking to cut back investment in productive sectors and boost military spending to fight the war against Russia (and China next).

Which way will it go? Will Powell, Lagarde and Bailey be mini-Volckers or will they step back from the conflict and opt for fewer rate hikes and be forced to live with higher inflation? Either way, it suggests that inflation globally will not subside until a new slump emerges, signalling that the central bank war on inflation has been lost.

<https://thenextrecession.wordpress.com/2022/03/26/the-war-on-inflation/>