

Perspectives

N°21/161 – 4 mai 2021

L'INFLATION EN ZONE EURO

Le chaînon manquant d'une hausse durable de l'inflation : la courbe de Phillips

Trois facteurs alimentent le débat d'un retour de l'inflation et du *reflation trade* :

- ✓ Une reprise de l'activité qui s'avère marquée aux États-Unis et qui s'annonce robuste dans la zone euro au cours des prochains mois ;
- ✓ Une remontée des prix des matières premières ;
- ✓ Des déséquilibres sectoriels d'offre et de demande liés à des modifications des comportements de dépense et à des dysfonctionnements des chaînes d'approvisionnement.

Ces trois facteurs sont-ils anticipateurs d'une inflation soutenue, généralisée et durable ?

Le premier facteur peut affecter un retour de l'inflation par deux canaux. Un premier est celui d'une plus forte dynamique de la demande que de l'offre sur le marché des biens, cette dernière étant contrainte par les délais habituels de mise en œuvre de l'investissement nécessaire pour élargir les capacités de production. **Face à une pénurie d'offre, les prix des biens pourraient augmenter.** Un deuxième est celui d'une **rapide résorption du chômage engendrant des tensions sur le marché du travail et une remontée des salaires.**

Le deuxième facteur peut aussi pousser l'inflation à la hausse par les deux canaux du marché des biens et services et du marché du travail. **Les entreprises peuvent transférer la hausse des prix de leurs consommations intermédiaires sur les prix finaux ; les salariés peuvent revendiquer des hausses de salaire, si le pouvoir d'achat des rémunérations est érodé** par la remontée des prix des biens et services.

Le jeu du troisième facteur sur l'inflation est déjà visible puisque, au plus fort de la crise de la Covid-19 en 2020, on a constaté un déclin très limité de l'inflation par rapport au repli très marqué de l'activité. Les hausses de prix pour les biens et services dont la demande a augmenté ont été bien plus élevées que les baisses de prix des produits qui voyaient leur demande reculer.

Le cadre théorique qui permet d'apprécier la portée des deux premiers facteurs est celui de la courbe de Phillips, soit de la relation entre le niveau du chômage (ou son écart au taux de chômage d'équilibre) et la croissance des salaires. Mais l'impact de la relation entre activité et inflation ne peut être apprécié qu'avec la prise en compte des effets de second tour et de la dynamique qui lie les salaires aux prix. Ces derniers effets naissent de la transmission de la hausse du coût des approvisionnements en consommations intermédiaires au secteur productif, qui est répercutée ensuite dans les prix à la production et à la vente. Les effets directs du renchérissement des produits consommés par les ménages sont une incitation puissante à réclamer des hausses de salaire, afin de compenser l'érosion du pouvoir d'achat. La politique de marge des entreprises intervient ainsi comme facteur déterminant de la transmission prise en compte par la « **boucle prix-salaires** ». Les anticipations d'inflation jouent aussi un rôle-clé à la fois dans la détermination des marges et dans les objectifs des

revendications salariales. L'intégration de la courbe de Phillips et de la boucle prix-salaires permet donc d'aboutir à une analyse complète de l'impact de l'activité sur les prix, par la relation entre activité, chômage, formation des salaires, formation des prix et finalement inflation.

L'analyse plus complète fournie par la prise en compte de la « boucle prix-salaires » permet d'identifier **plusieurs facteurs à l'œuvre dans l'affaiblissement de la relation entre niveau d'activité et dynamique des prix.**

Cette relation est d'autant plus faible que :

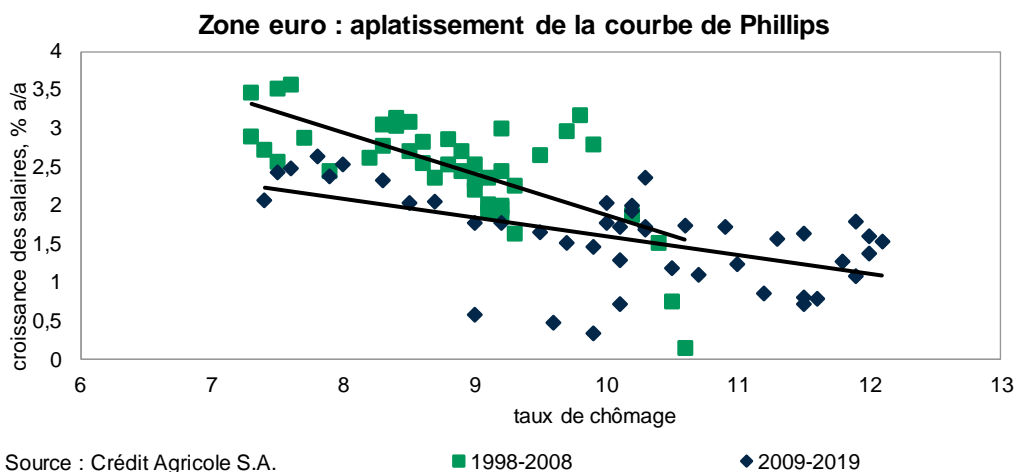
- ✓ Les prix sont inertes, car les entreprises ne disposent pas ou n'exercent pas de pouvoir de fixation des prix, les marges sont donc réduites ;
- ✓ Les salaires sont rigides ou inertes, car les salariés ont perdu de leur pouvoir de négociation ;
- ✓ Les coûts salariaux sont devenus moins sensibles au niveau de l'activité et du chômage, en présence d'un niveau élevé d'inactivité, qui rend la relation chômage-salaire non linéaire : les salaires peuvent rester modérés malgré la baisse du chômage, si beaucoup de personnes sous-employées ou en dehors de la population active sont prêtes à réintégrer le marché du travail à la moindre hausse des salaires ;
- ✓ Les chocs sont perçus comme persistants et les anticipations d'inflation sont révisées à la baisse ;
- ✓ L'engagement de la Banque centrale à la stabilisation de l'inflation est forte et sa réactivité à une remontée de l'inflation est élevée et justifie une révision à la baisse des anticipations d'inflation ;
- ✓ Les excédents de balance courante sont fréquents et alimentent des anticipations d'appréciation du taux de change et de baisse de l'inflation ;
- ✓ Les biens et les services sont substituables par des importations à faible prix ;
- ✓ Les délocalisations impliquent une concurrence des économies à faibles salaires sur la force de travail domestique en rendant les salaires moins sensibles à la situation du marché du travail local qu'aux conditions de l'offre de travail mondiale.

Les récentes estimations de la courbe de Phillips dans la zone euro suggèrent que la relation entre chômage et croissance des salaires se serait affaiblie au cours des deux dernières décennies. Elles montrent une plus faible sensibilité du taux de croissance des salaires au niveau de l'activité, soit un aplatissement de la courbe. Mais pas seulement. Ils montrent aussi un déplacement vers le bas de la courbe. **La baisse du taux de chômage structurel due aux réformes du marché du travail aurait opéré ce déplacement ; des facteurs structurels tels qu'un marché du travail plus flexible avec des emplois précaires et des réformes du mécanisme de fixation des salaires auraient, en revanche, contribué à l'aplatissement notamment dans les pays du sud de la zone euro.** L'inclusion d'un **concept élargi des capacités excédentaires sur le marché du travail** (travailleurs à temps partiel involontaire, personnes recherchant un emploi mais temporairement indisponibles, personnes disponibles mais ne recherchant pas un emploi) **arrive bien à expliquer une partie de la plus faible sensibilité des salaires au chômage.** Dans la zone euro, en dépit de la reprise de l'activité à partir de la fin 2013 et des premières baisses du taux de chômage en 2014, les salaires n'ont retrouvé une dynamique soutenue (supérieure à 2%) qu'en 2016. Cette dynamique était principalement due à l'accélération des salaires en Allemagne, qui est néanmoins intervenue après une situation prolongée de plein emploi et des tensions importantes sur l'offre de travail due au repli de la population en âge de travailler. La croissance des salaires est restée très modeste dans les pays du sud de la zone et, même en France, l'accélération des salaires a été circonscrite à la construction et aux services financiers.

Nombreuses aussi sont les **estimations** qui **mettent en évidence le blocage des effets de second tour et de la « boucle prix-salaires »** principalement **par l'impact de la concurrence globale sur le pouvoir de fixation des prix et des salaires des entreprises européennes.** Lorsque la croissance des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre a plus fortement augmenté à partir de 2016 dans la zone euro, la croissance des marges des entreprises s'est encore comprimée et l'inflation n'a retrouvé un rythme soutenu qu'en 2018.

À la lumière de ces évidences empiriques l'enclenchement d'une dynamique soutenue, généralisée et durable de l'inflation serait entravé.

La dynamique des salaires devrait rester modérée au cours des prochaines années. **L'apparition de pressions salariales soutenues nécessite un marché du travail suffisamment tendu, ce qui exigera la résorption d'une quantité considérable de ressources inutilisées** sur le marché du travail. Or, les capacités excédentaires sur le marché du travail, qui avant la crise de la Covid-19 n'avaient toujours pas retrouvé leur niveau d'avant la grande crise économique et financière, se sont accrues au cours de la dernière année et ne seront pas rapidement résorbées. **Les facteurs qui empêchent le correct fonctionnement de la boucle prix-salaires quant à eux sont structurels et devraient continuer de limiter les effets de second tour de l'inflation.** Quant aux récentes remontées de prix liées aux inadéquations entre l'offre et la demande, elles ne devraient pas persister et devraient s'estomper avec le retour à des schémas de dépenses normaux. Des réallocations sectorielles seront néanmoins à l'œuvre, la crise de la Covid-19 ayant accéléré des transformations structurelles et **des tensions dans certains segments du marché des biens, des services et du travail seront visibles. Elles ne seront pas généralisées.**



Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
04/05/2021	<u>Royaume-Uni – Élections à venir en Écosse : test sur la question de l'indépendance</u>	Royaume-Uni
03/05/2021	<u>États-Unis – La croissance accélère au premier trimestre, tirée par la consommation privée</u>	Etats-Unis
30/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
30/04/2021	<u>France – Conjoncture, Flash PIB : fragile reprise de la croissance au T1 2021</u>	France
29/04/2021	<u>Afrique sub-saharienne : le défi du financement de la reprise en attendant l'après-crise</u>	Emergents
29/04/2021	<u>L'inflation dans les pays émergents</u>	Emergents
29/04/2021	<u>Inflation en Asie – Inflation, désinflation, déflation ?</u>	Asie
28/04/2021	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-agro
28/04/2021	<u>Royaume-Uni – Scénario 2021-2022 : des perspectives revues à la hausse grâce à la vaccination</u>	Royaume-Uni
28/04/2021	<u>Zone euro – La BCE en mode prudent</u>	UE
27/04/2021	<u>Inflation en France</u>	France
27/04/2021	<u>Chili – Rapide survol pré-électoral</u>	Amérique latine
23/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
22/04/2021	<u>Zone euro – Scénario 2021-2022 : Sortie uniforme de la crise sanitaire, sortie différenciée de la crise économique</u>	Zone euro
22/04/2021	<u>Inflation aux États-Unis</u>	Etats-Unis
22/04/2021	<u>Pérou – Gauche radicale contre droite populiste</u>	Amérique latine
21/04/2021	<u>Chine – La croissance se rééquilibre : passe-passe statistique ou réalité économique ?</u>	Asie
20/04/2021	<u>Europe – Entreprises européennes : invasion de zombies ou résurrection de Lazare ?</u>	UE

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.