

6. La désinflation importée

Au quatrième trimestre 2018, l'inflation dans les grands pays industrialisés, mesurée par le déflateur de la consommation des ménages issu des comptes nationaux, restait inférieure à ses précédents historiques (encadré 6). En glissement annuel, elle s'établissait à 2,3 % au Royaume-Uni, à 1,8 % aux États-Unis et à 1,7 % dans la zone euro. En prenant comme référence les points hauts de l'inflation atteints entre 2000 et 2007, associés aux phases antérieures de forte croissance et de bas niveau du chômage, les écarts sont compris entre -1,6 point pour les États-Unis, -1,3 point pour la zone euro et -0,5 point pour le Royaume-Uni (graphique 40).

Cette relative convergence des taux d'inflation en Europe et aux États-Unis entre en contradiction avec les décalages conjoncturels des différentes zones. Les pays anglo-saxons affichent des niveaux de chômage sous leurs plus bas historiques, soit 3,8 % de la population active en février 2019 aux États-Unis et au Royaume-Uni. En regard, le chômage dans la zone euro a certes baissé de 4 points depuis son pic de 2013, mais il reste à 7,8 % en février 2019, encore supérieur de 0,5 point à son niveau d'avant-crise et de plus du double de celui des États-Unis. Au sein de la zone euro, l'Allemagne se distingue des autres pays, avec un taux de chômage qui baisse continûment depuis 2010, en dessous de tous ses niveaux précédents, à 3,1 % en février 2019. Pourtant, l'inflation n'y est guère plus élevée qu'en France où le taux de chômage est de plus du double de celui de l'Allemagne.

Encadré 6. Différentes mesures de l'inflation

L'inflation représente la hausse – ou la baisse – du prix moyen d'un panier de biens représentatifs de la consommation des ménages sur le territoire économique. Sa version la plus connue par le public est celle de l'indice des prix à la consommation (IPC), calculé et diffusé mensuellement par les instituts statistiques nationaux. L'IPC fait référence pour les indexations et les revalorisations dans divers domaines, comme les négociations salariales, les

revalorisations de pensions ou la détermination des taux d'intérêt administrés (Livret A). L'IPC constitue également la cible des banques centrales pour la définition de leur objectif de politique monétaire, à savoir une progression de 2 %¹.

À l'échelle européenne, Eurostat propose également un indice des prix dit harmonisé, c'est-à-dire calculé sur des concepts et traitement communs aux différents pays de la communauté pour permettre la comparaison internationale des taux d'inflation. Enfin, les instituts statistiques nationaux calculent également un indice des prix sous-jacent, excluant l'énergie, les produits volatiles et les produits administrés pour faire apparaître une inflation débarrassée de ces facteurs exogènes générateurs de volatilité et masquant de ce fait l'effet de ses déterminants internes, à savoir le conflit de répartition de la valeur ajoutée entre les entreprises et les salariés.

Une autre mesure de l'inflation est aussi disponible dans le cadre de la comptabilité nationale. L'appréciation de la croissance réelle, c'est-à-dire la croissance en volume, nécessite de corriger les agrégats en valeur pour neutraliser l'effet de l'évolution des prix sur le calcul des grandeurs macroéconomiques. Aux agrégats mesurés initialement en valeur est ainsi associé un système de prix couvrant les composantes du PIB : production, consommations intermédiaires, commerce extérieur, consommation finale des ménages, investissement, variations de stocks. La consommation des ménages en volume est ainsi calculée en rapportant l'indice de son prix, ou déflateur de la consommation, à la consommation en valeur. Le déflateur de la consommation est ainsi une mesure alternative à l'IPC pour appréhender l'inflation.

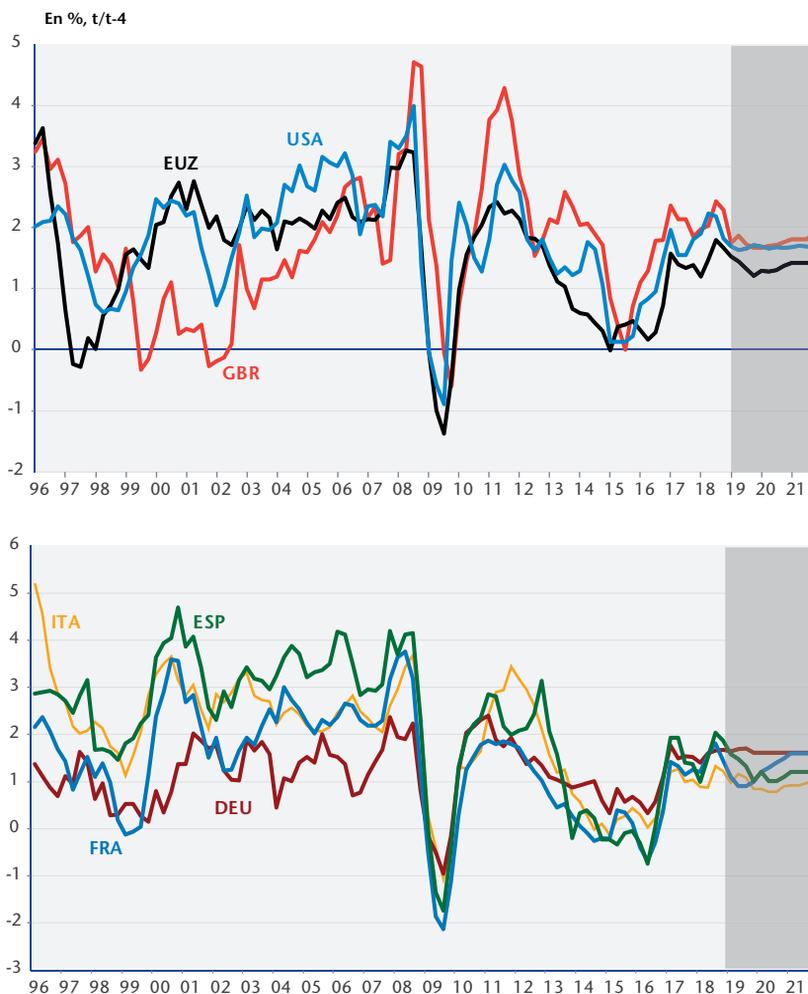
L'analyse du comportement de consommation des ménages passe par la mesure de leur revenu disponible brut (RDB) en termes réels, c'est-à-dire du pouvoir d'achat du RDB. Les boucles prix-salaires modélisant l'inflation sont donc spécifiées en termes de déflateur à la consommation et non pas en termes d'IPC dans la construction du compte des ménages.

Le classement des pays en deux groupes, ceux où le chômage est bas et ceux où le chômage reste élevé, mais où la modération de l'inflation est commune à tous, questionne sur son facteur déclenchant, certains pays ayant atteint un seuil de chômage qui aurait dû provoquer une inflation plus forte, les autres ne l'ayant pas encore rejoint. Une première explication pourrait être trouvée dans le relâchement du lien entre salaires et chômage, à savoir la disparition de la courbe de Phillips traditionnelle selon laquelle la baisse du chômage entraîne des

1. Aux États-Unis, la cible de la FED n'est pas définie par l'IPC mais par le PCE, le *Price Consumption Expenditure*, c'est-à-dire le déflateur de la consommation.

tensions sur le marché du travail et corrélativement une accélération des salaires. Nos estimations montrent toutefois que la courbe de Phillips reste valide, c'est-à-dire que le taux de chômage demeure un facteur explicatif de l'évolution des salaires, mais que la relation s'est modifiée depuis la crise, avec une diminution de la sensibilité des salaires au taux de chômage².

Graphique 40. Inflation dans les pays développés



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE.

2. Voir Blot, Péléraux, Sampognaro et Villemot (2015).

Cette altération du lien entre salaires et chômage pourrait s'expliquer par des évolutions plus profondes du marché du travail que ce que l'examen du seul taux de chômage révèle. En effet, un niveau bas du chômage peut masquer la persistance d'un sous-emploi à même de peser sur la dynamique des salaires. Ainsi, un chômeur découragé peut avoir renoncé à rechercher activement un emploi et ne plus répondre aux critères statistiques de comptabilisation du chômage. En dehors du marché du travail mais prêt à y revenir, ce chômeur non déclaré alimente un réservoir de main-d'œuvre mobilisable sans accélération des salaires. Les apports de population active consécutifs à la crise des réfugiés en 2015 en Europe, dans laquelle l'Allemagne s'est particulièrement investie, peut aussi expliquer la modération de l'inflation en dépit d'un taux de chômage historiquement faible. Ainsi aux États-Unis, et dans les pays où le chômage est très bas, les apports de population active peuvent suppléer à la raréfaction du volant de chômeurs disponibles. Les tentatives empiriques de réconcilier l'évolution des salaires et le taux de chômage en y incluant les situations à la marge (le *halo* du chômage), sont toutefois restées peu concluantes.

Une autre dimension du sous-emploi non mesurée par le taux de chômage est celle de la durée du travail. Le temps partiel subi sort en effet de la population des chômeurs les personnes en emploi mais qui souhaiteraient effectuer davantage d'heures. La baisse du chômage générée par les reprises d'emploi sous forme de petits boulots, d'emplois précaires ou de postes à temps réduit laisse donc subsister une forme de sous-emploi pouvant peser sur l'évolution des salaires.

Un autre mécanisme peut aussi expliquer la perte de sensibilité apparente des salaires au chômage. La polarisation du marché du travail entraîne une modification de la composition de l'emploi et du chômage : les emplois détruits sont des emplois intermédiaires tandis que ceux créés sont peu qualifiés et donc à salaire moindre, ce qui entraîne, à chômage donné, un freinage du salaire moyen. Dans une étude, Verdugo (2016) montre qu'une fois cet effet corrigé, les salaires continueraient à réagir significativement au taux de chômage et que la courbe de Phillips resterait donc valide.

Les craintes d'une fin de cycle liée à l'épuisement des ressources en main-d'œuvre sur le marché du travail et à un emballement inflationniste ne doivent donc pas être exagérées. Les ressources en facteur travail, même si elles peuvent être difficilement mesurables, laissent subsister des marges de croissance sans dérapage incontrôlé de l'inflation. L'apparent relâchement du lien entre inflation, chômage et écart

de production trouve peut-être simplement son origine dans le fait que les économies à bas taux de chômage ne sont pas encore en haut de cycle. Dans ce contexte, le ralentissement de l'activité attendu en 2019 dans l'ensemble des pays industriels ne tient pas à un blocage de la production par insuffisance de capacité, mais à des chocs communs affectant de manière conjointe la trajectoire de l'économie mondiale.

L'inflation devrait ainsi avoir atteint un point haut en 2018 dans tous les pays. Sous l'effet du creux conjoncturel, le chômage devrait remonter légèrement dans les économies où il est le plus bas, les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne, et freiner sa baisse là où il est encore élevé, en Espagne, en Italie et en France, et par conséquent imprimer un tassement généralisé de l'inflation.

L'écart d'inflation entre les économies anglo-saxonnes et la zone euro dans son ensemble subsistera, avec une inflation plus dynamique aux États-Unis, 1,7 % en glissement annuel fin 2021, et au Royaume-Uni comprise en 1,7 et 2 % durant les trois prochaines années. À l'horizon 2021, l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni serait ainsi supérieure de 0,3 à 0,4 point à celle de l'ensemble de la zone euro où elle ne dépasserait pas 1,4 %.

Le reflux de l'inflation, impulsé par le ralentissement de l'activité, sera en outre accentué en zone euro par l'appréciation de 14 % du taux de change de la monnaie unique contre le dollar entre la fin 2018 et la fin 2021 qui imprimera un recul des prix d'importation. Le même mécanisme jouera au Royaume-Uni avec l'appréciation de 16 % de la livre contre le dollar sur la même période³. Pour les États-Unis, l'action des taux de change aura un effet symétrique de renchérissement du prix des importations.

À l'effet des taux de change, va s'ajouter le recul du prix du pétrole en dollars en 2019, avec une baisse maximale de 16 % au troisième trimestre 2019 en glissement annuel, suivi d'une faible remontée en 2020 et 2021 entre 63 et 67 dollars le baril.

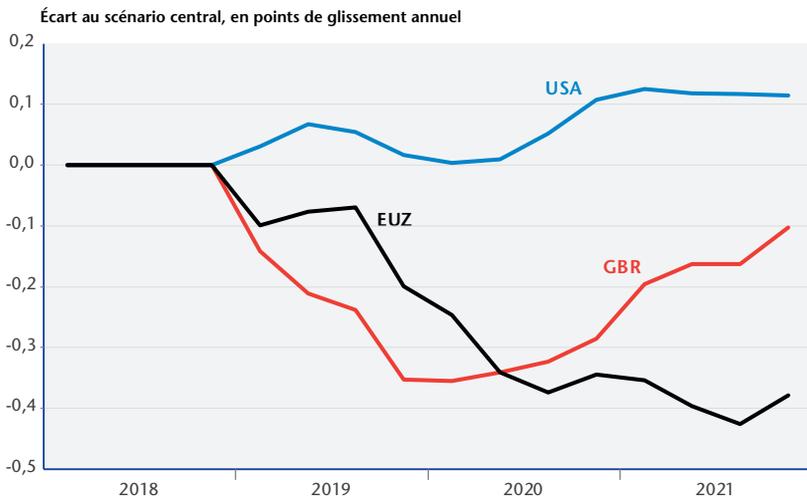
En neutralisant l'effet de ces déterminants de l'inflation importée en supposant une stabilisation du prix du pétrole et des taux de change à leur niveau du quatrième trimestre 2018, on peut mesurer, par l'intermédiaire d'une modélisation de l'inflation avec une boucle prix-salaires, la contribution de ces variables en écart au scénario central.

3. Le taux de change de la livre contre l'euro devrait rester stable à 1,15 livre pour 1 euro à l'horizon de la prévision, ce qui n'aura pas d'effet sur l'inflation de part et d'autre de la Manche par ce canal.

Les effets sont de même signe en zone euro et au Royaume-Uni du fait de l'appréciation de ces deux devises face au dollar à l'horizon 2021. Aux États-Unis en revanche, pétrole et change n'ont que peu d'impact sur l'inflation, même si des effets symétriques à ceux mesurés en Europe peuvent être mis en évidence (graphique 41).

Ces effets liés à l'impact du change et du pétrole peuvent créer l'impression d'un effet désinflationniste fort du tassement de l'activité dans les pays européens. En zone euro, l'inflation serait supérieure de 0,4 point à celle inscrite en scénario central, soit 1,8 % à la fin 2021, c'est-à-dire encore proche de la cible de la Banque centrale européenne. Au Royaume-Uni, l'effet désinflationniste des chocs extérieurs s'estompera à l'horizon de la prévision, mais sans les effets change et pétrole, l'inflation ne fléchirait pas en restant à 2 % sur la période de prévision.

Graphique 41. Effet des mouvements de change et du prix du pétrole sur l'évolution du déflateur de la consommation des ménages



La progression des salaires réels ne se démentirait pas à l'horizon de la prévision, malgré l'atténuation des tensions apparentes sur les marchés du travail là où elles sont les plus vives. Aux États-Unis, les salaires réels accéléreraient de 1,1 % en glissement annuel la fin 2018 à 1,5 % au deuxième trimestre 2019 pour rester au voisinage de ce sentier en 2020 et 2021 (graphique 42). En zone euro, après une phase de stagnation en 2017 et de très faible progression en 2018, les

salaires réels accéléreraient à partir du premier trimestre 2019 pour s'établir à un peu plus de 1 % à l'horizon de la prévision. Enfin, au Royaume-Uni, après une phase de forte volatilité au tournant de 2018 et de 2019, la croissance des salaires réels s'établirait sur une pente de 1,2 % en glissement annuel, soit plus du double de celle enregistrée entre 2013 et 2018.

Graphique 42. Progression des salaires horaires réels dans les secteurs marchands

