

7. L'inflation piétine

Depuis son dernier sommet au troisième trimestre 2018, l'inflation, mesurée ici par le déflateur de la consommation des ménages calculé par les comptes nationaux, s'est repliée dans l'ensemble des grands pays industrialisés. Culminant à 2,3 % aux États-Unis, à 2,6 % au Royaume-Uni et à 1,7 % en zone euro, la progression des prix en glissement annuel est revenue dans un intervalle compris entre 0,8 % (Italie) et 1,6 % (Royaume-Uni). Ces mouvements sont principalement dus à la baisse du prix du pétrole, d'environ 85 dollars par baril début octobre 2018 à 50 dollars fin décembre de la même année, soit un repli significatif de 40 % entre ces deux dates et de 25 % sur un an.

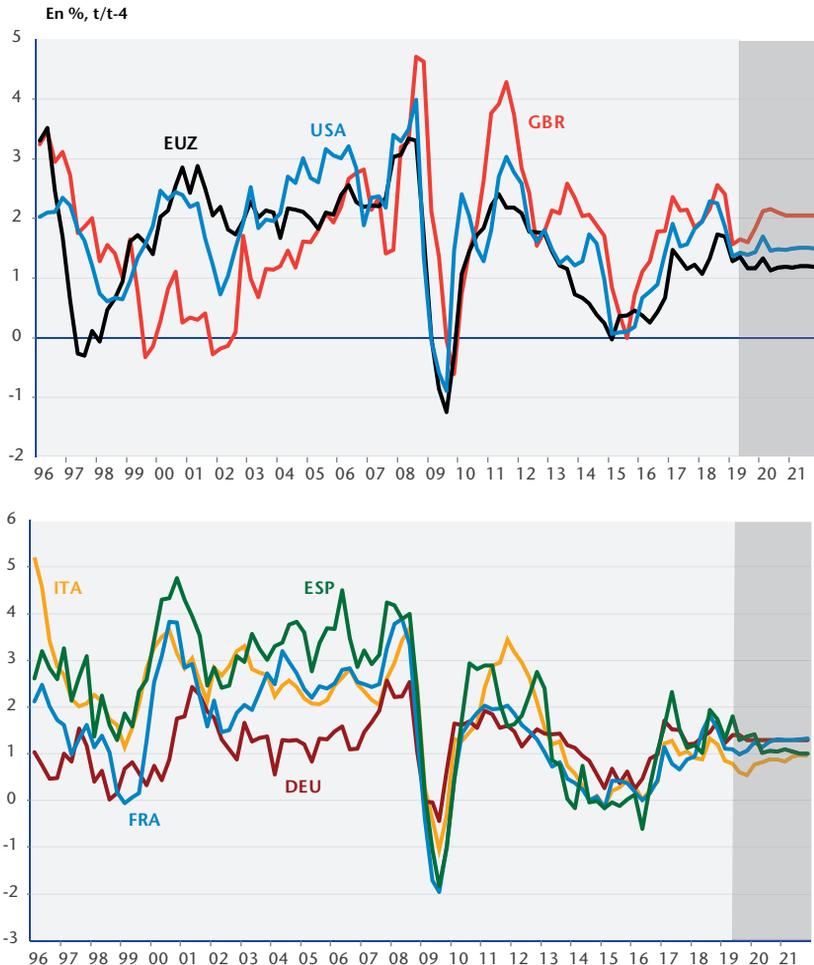
En tant que composante du panier de consommation des ménages, ces fluctuations du poste « énergie » ont mécaniquement imprimé un effet désinflationniste et redonné du pouvoir d'achat aux ménages. Pour la zone euro, l'effritement continu de la monnaie commune de 1,17 dollar pour 1 euro en juin 2018 à 1,12 dollar en juin 2019, soit un recul de 4 % sur la période a un peu rogné les gains de pouvoir d'achat liés à la baisse du *brent*. Le mouvement désinflationniste y a donc été plus amorti qu'aux États-Unis.

L'inflation s'est donc repliée en partant de points hauts sur la période 2017/2018 largement inférieurs à leurs précédents historiques. 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 étaient compris entre -1,2 point pour les États-Unis, -1,3 point pour la zone euro et -0,3 point pour le Royaume-Uni (graphique 46).

Cette relative convergence des taux d'inflation entre les pays européens et les États-Unis entre en contradiction avec les décalages conjoncturels entre les différentes zones, marquées dans les pays anglo-saxons par un niveau de chômage sous ses plus bas historiques, soit 3,7 % de la population active en août 2019 aux États-Unis et 3,8 % en juin au Royaume-Uni. En regard, le chômage dans la zone euro a

certes baissé de 4,7 points depuis son pic de 2013, pour s'établir à 7,4 % en août 2019, mais a à peine rejoint son niveau d'avant-crise et reste deux fois plus élevé que celui des États-Unis. Au sein de la zone euro, l'Allemagne se distingue des autres grands pays, avec un taux de chômage qui a baissé continûment depuis 2010 en dessous de tous ses niveaux précédents, à 3,1 % en août 2019. Pourtant, l'inflation n'y est guère plus élevée qu'en France ou en Espagne où le taux de chômage est considérablement plus élevé.

Graphique 46. Inflation dans les pays développés



La classification 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 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 de l'accroissement des salaires au taux de chômage¹.

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 pourront suppléer à la raréfaction du volant de chômeurs disponibles.

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 qui peut peser sur l'évolution des salaires.

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

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 valide².

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 à l'horizon 2021 dans l'ensemble des pays industrialisés 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.

Les ressorts inflationnistes, déjà peu tendus, détermineront donc toujours une trajectoire infléchie des prix. Sous l'effet du creux conjoncturel, le chômage devrait remonter 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 et en Italie. En France, moins touchée que les autres pays par le ralentissement conjoncturel, le chômage poursuivrait sa baisse, favorisant la convergence des taux d'inflation allemand et français.

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, 1,5 % en glissement annuel fin 2021 et au Royaume-Uni, 2,1 % durant les trois prochaines années. À l'horizon 2021, l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni serait ainsi supérieure de 0,3 et 0,9 point respectivement à celle de l'ensemble de la zone euro où elle ne dépasserait pas 1,2 %.

2. G. Verdugo, 2016, « Real wage cyclicality in the Euro zone before and during the Great Recession: Evidence from micro data », *European Economic Review*, vol. 82, pp. 46-69.

Le reflux de l'inflation, prolongé par le ralentissement de l'activité, sera en outre accentué en zone euro par l'appréciation de 10 % du taux de change de la monnaie unique contre le dollar entre la fin 2019 et la fin 2021 qui imprimera un recul des prix d'importation. Le même mécanisme jouera au Royaume-Uni avec l'appréciation de 10 % de la livre contre le dollar sur la même période³. Pour les États-Unis, l'action des taux de change aura un effet inflationniste symétrique de renchérissement du prix des importations.

En revanche, la stabilité du prix du pétrole à 60 dollars à partir du 1^{er} trimestre 2020 n'aura pas d'incidence propre sur l'inflation. Mais en euros, le prix du pétrole devrait refluer, ce qui profitera aux pays de la zone de gains de pouvoir d'achat par ce canal.

3. Le taux de change de la livre contre l'euro devrait rester stable à 1,10 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.

