NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

18 mai 2021 - 366

L'inflation résulte à court-moyen terme d'un conflit de répartition autour du partage des revenus

En théorie, à long terme, l'inflation est un phénomène monétaire.

À court-moyen terme, l'inflation est liée à la volonté des entreprises de rétablir leur taux de marge bénéficiaire après un choc.

Il peut s'agir :

- d'une hausse de la demande (qui réduit normalement à l'équilibre la productivité du travail) ;
- d'une hausse des salaires ;
- d'une hausse des prix des matières premières.

Nous examinons, aux États-Unis et dans la zone euro, les périodes où, dans le passé, un de ces chocs a conduit à la volonté de redressement des marges bénéficiaires par les entreprises. L'effet sur l'inflation est alors d'autant plus élevé que les salaires sont bien indexés sur les prix.

Nous montrons que, dans la période récente, le taux de marge bénéficiaire est très élevé aux États-Unis et pas anormalement faible dans la zone euro, ce qui exclut l'hypothèse de retour de l'inflation, d'autant plus que l'indexation des salaires aux prix est faible dans les deux pays, que l'utilisation des capacités est déprimée et les hausses de salaire ralenties.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
@PatrickArtus

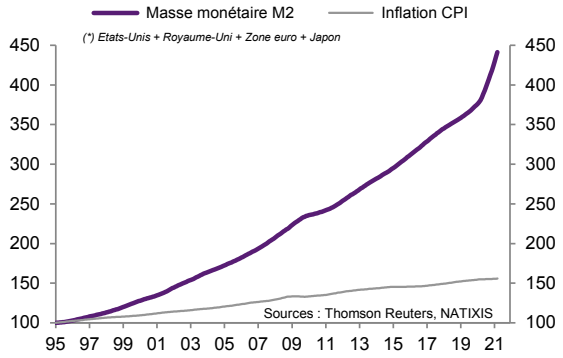
Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

ECONOMIC RESEARCH

Le lien entre inflation et conflit de répartition

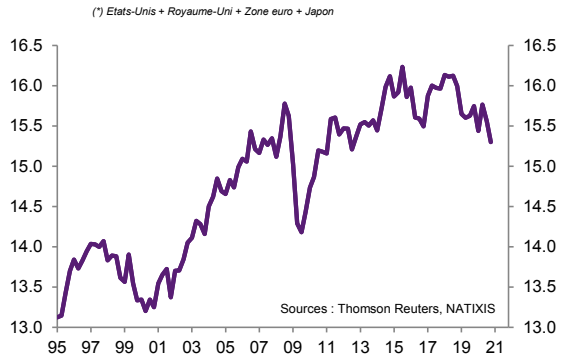
À long terme, l'inflation est normalement un phénomène monétaire, même si, dans les économies contemporaines, le lien entre offre de monnaie et prix des biens et services semble avoir disparu **(graphique 1)**.

Graphique 1
OCDE* : masse monétaire M2 et inflation
(100 en 1995:1)



Mais, à court-moyen terme, l'inflation résulte d'un conflit de répartition des revenus : si le taux de marges bénéficiaires des entreprises (graphique 2) devient trop bas, les entreprises essaient de le corriger en augmentant les prix.

Graphique 2
OCDE* : profits après taxes, avant intérêts et dividendes (en % du PIB valeur)



Il s'agit bien d'un conflit de répartition : si le poids des bénéfices des entreprises dans le revenu d'ensemble devient trop petit, les entreprises réagissent en augmentant leurs prix.

Quels chocs peuvent réduire le taux de marge des entreprises ?

Nous allons prendre ici les exemples des **États-Unis** et de la **zone euro**.

L'**Annexe** rappelle qu'à court-moyen terme, **le taux de marges bénéficiaires des entreprises diminue** :

- **s'il y a une forte poussée de la demande ;** si les rendements d'échelle sont décroissants, une hausse de la demande réduit la productivité du travail et le taux de marge ;
- **s'il y a une hausse du prix relatif des matières premières ;**
- **s'il y a une hausse des salaires,** qui accroît évidemment le coût de production.

On s'attend donc à **observer de l'inflation lorsque la demande est forte, que les prix relatifs des matières premières augmentent, que les salaires augmentent rapidement**.

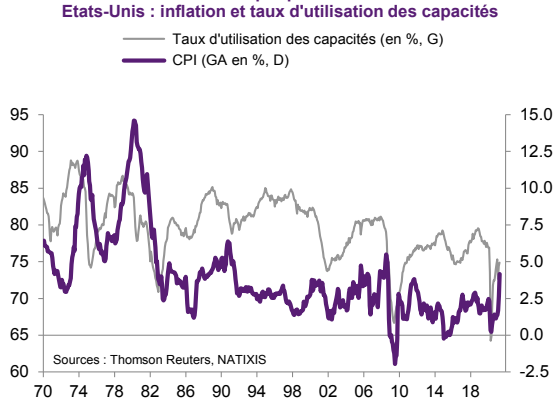
La réaction inflationniste à ces chocs est d'autant plus forte que l'indexation des salaires aux prix est forte.

Regardons si, aux États-Unis et dans la zone euro, **l'inflation correspond bien à ces chocs et correspond bien à des périodes de taux de marges bénéficiaires faibles**.

1. Forte demande

Les **graphiques 3a/b** et le **Tableau 1** montrent une **corrélation positive entre inflation et taux d'utilisation des capacités aux États-Unis**, mais pas dans la zone euro.

Graphique 3a
Etats-Unis : inflation et taux d'utilisation des capacités



Graphique 3b
Zone euro : inflation et taux d'utilisation des capacités

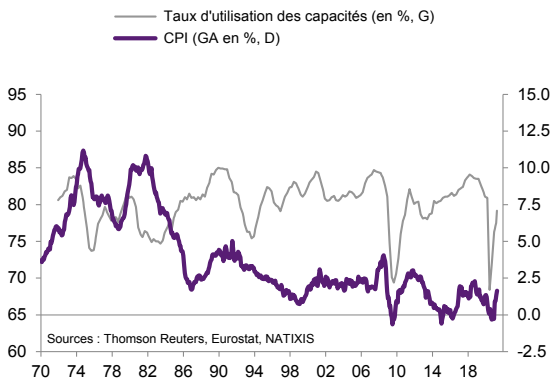


Tableau 1 : Corrélation entre inflation et taux d'utilisation des capacités

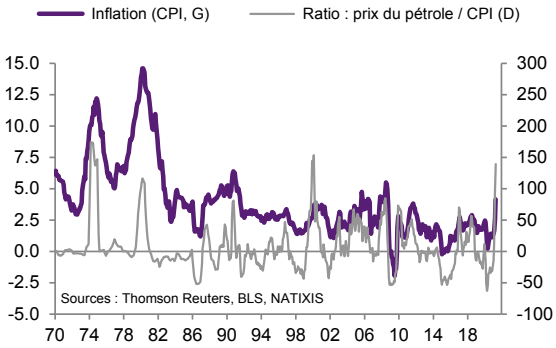
États-Unis	0,40
Zone euro	- 0,23

Source : NATIXIS

2. Prix des matières premières

Les **graphiques 4a/b** et le **Tableau 2** montrent une **corrélation positive entre l'inflation et le prix relatif du pétrole, faible dans la zone euro**.

Graphique 4a
Etats-Unis : inflation et ratio prix du pétrole / inflation (GA en %)



Graphique 4b
Zone euro : inflation et ratio prix du pétrole / inflation (GA en %)

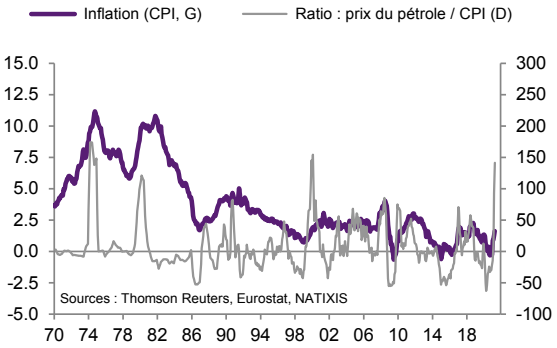


Tableau 2 : Corrélation entre inflation et ratio prix du pétrole / Inflation

États-Unis	0,46
Zone euro	0,25

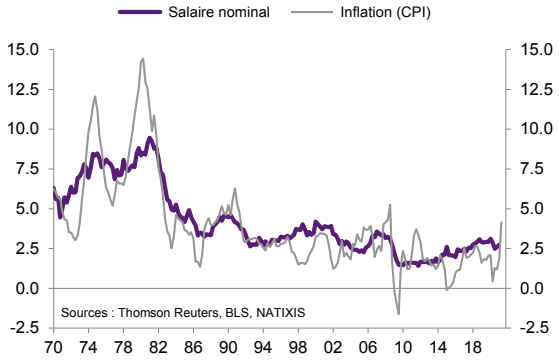
Source : NATIXIS

3. Salaires

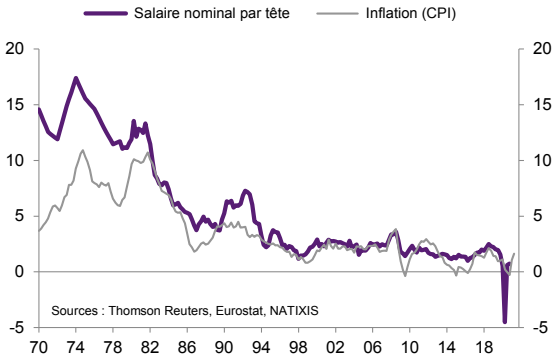
Ce qui est inflationniste en théorie est la hausse de la composante des salaires qui n'est pas liée à l'indexation aux prix.

Il faut donc commencer par regarder **le degré d'indexation des salaires nominaux aux prix (graphiques 5a/b)**.

Graphique 5a
Etats-Unis : salaire nominal par tête et inflation (GA en %)



Graphique 5b
Zone euro : salaire nominal par tête et inflation (GA en %)



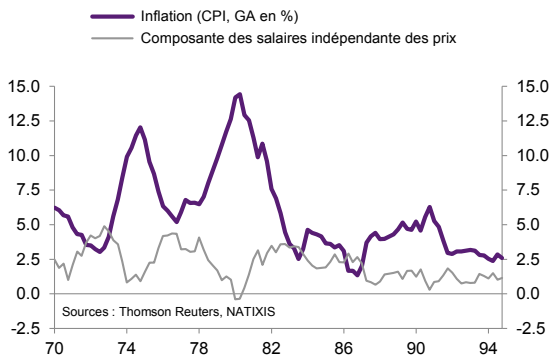
L'analyse économétrique conduit :

- à un degré d'indexation des salaires aux prix sur la période 1970-1994 de 0,61 aux États-Unis et de 0,51 dans la zone euro ;
- sur la période 1995-2020, de 0,10 aux États-Unis et de 0,42 dans la zone euro, **avec donc une indexation des salaires aux prix plus faible dans la période récente**.

Les **graphiques 6a/b** montrent alors, dans la période 1970-1994, **l'inflation et la croissance de la composante indépendante des prix des salaires ; les graphiques 6c/d** montrent **les mêmes séries sur la période 1995-2020**, avec les indexations des salaires aux prix données plus haut.

Les **graphiques 6a/b** et le **Tableau 3a** montrent, sur la période 1970-1994, **une corrélation positive entre inflation et composante indépendante de l'inflation des hausses de salaire dans la zone euro**, mais pas aux États-Unis.

Graphique 6a
Etats-Unis : inflation et composante des salaires indépendante des prix



Graphique 6b
Zone euro : inflation et composante des salaires indépendante des prix

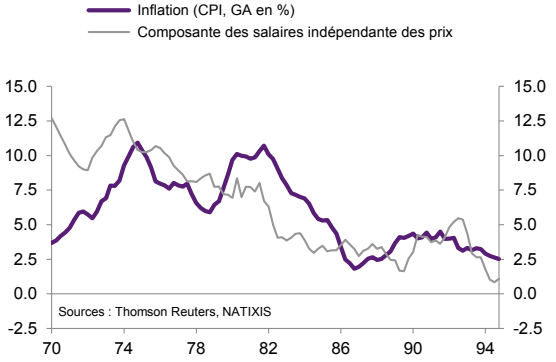


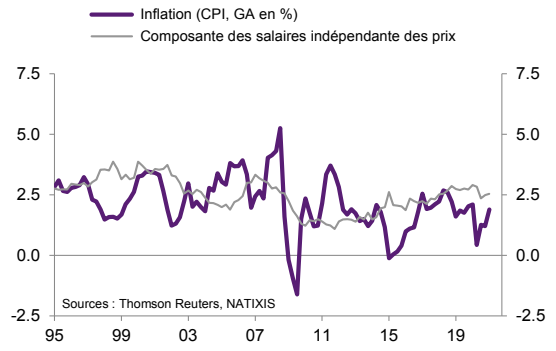
Tableau 3a : Corrélation entre inflation et composante des salaires indépendante des prix (1970-1994)

Pays	Corrélation entre inflation et composante des salaires indépendante des prix
États-Unis	- 0,22
Zone euro	0,59

Source : NATIXIS

Les **graphiques 6c/d** et le **Tableau 3b** montrent, sur la période 1995-2020, **une faible corrélation positive entre ces deux variables dans les deux pays**.

Graphique 6c
Etats-Unis : inflation et composante des salaires indépendante des prix



Graphique 6d
Zone euro : inflation et composante des salaires indépendante des prix

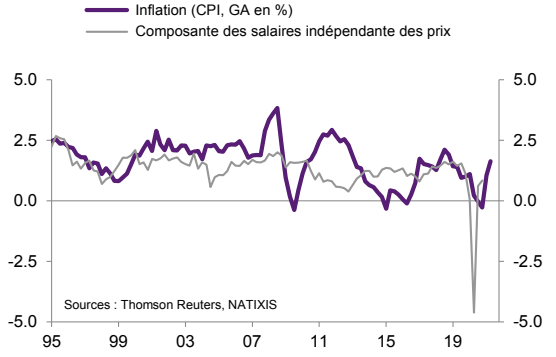


Tableau 3b : Corrélation entre inflation et composante des salaires indépendante des prix (1995-2021)

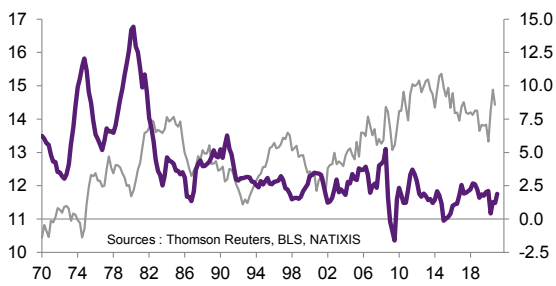
Pays	Corrélation entre inflation et composante des salaires indépendante des prix
États-Unis	0,21
Zone euro	0,28

Source : NATIXIS

4. Taux de marges bénéficiaires

Les **graphiques 7a/b** et le **Tableau 4** montrent **une forte corrélation négative entre l'inflation et le taux de marges bénéficiaires,** qui montre bien que l'inflation résulte d'un conflit de répartition.

Graphique 7a
Etats-Unis : inflation et profits après taxes, avant intérêts et dividendes



Graphique 7b
Zone euro : inflation et profits après taxes, avant intérêts et dividendes

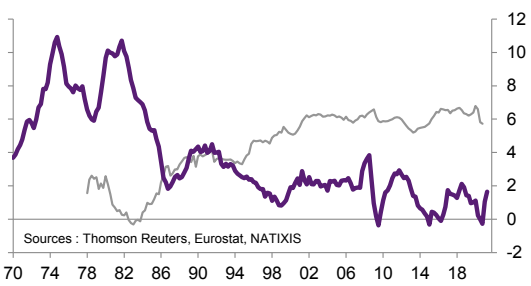


Tableau 4 : Corrélation entre inflation et profits après taxes, avant intérêts et dividendes

États-Unis	- 0,48
Zone euro	- 0,83

Source : NATIXIS

Synthèse : peut-il y avoir de l'inflation aujourd'hui ?

Pour qu'il y ait de l'inflation aujourd'hui, il faudrait donc :

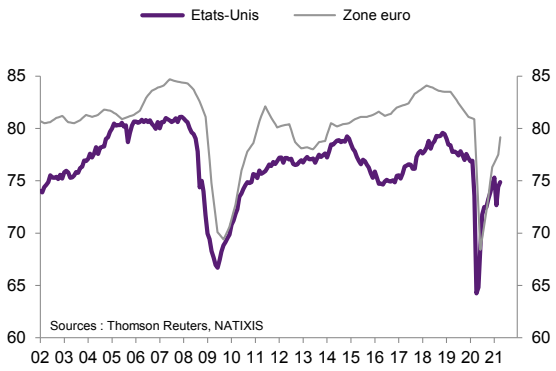
- une forte demande, ou une hausse des prix des matières premières, ou une hausse des salaires (non liée à l'indexation aux prix) **qui fasse baisser le taux de marge bénéficiaire des entreprises en dessous du niveau désiré** ;
- **et, pour que l'inflation soit réellement importante, une indexation suffisamment forte des salaires sur les prix.**

Les **graphiques 8a à 8e** montrent aujourd'hui :

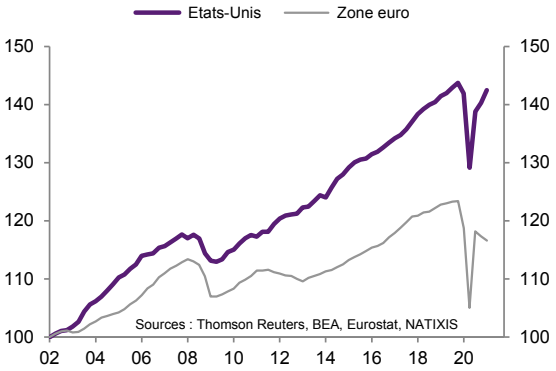
- **un taux d'utilisation des capacités inférieur à la normale avec un PIB en dessous de sa tendance ;**
- **une stabilisation dans la période récente du prix du pétrole après une période de forte hausse ;**
- **un ralentissement des hausses de salaire ;**
- **des marges bénéficiaires fortes aux États-Unis, en recul dans la zone euro, mais encore assez élevées ;**
- **on l'a vu plus haut, une indexation des salaires aux prix faible.**

Toutes ces évolutions vont dans le sens du maintien d'une inflation faible une fois l'effet de la hausse du prix du pétrole oublié.

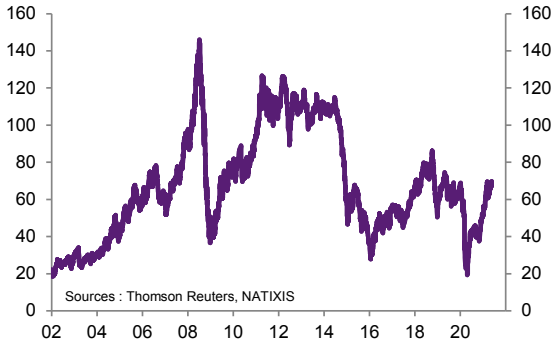
Graphique 8a
Taux d'utilisation des capacités (en %)



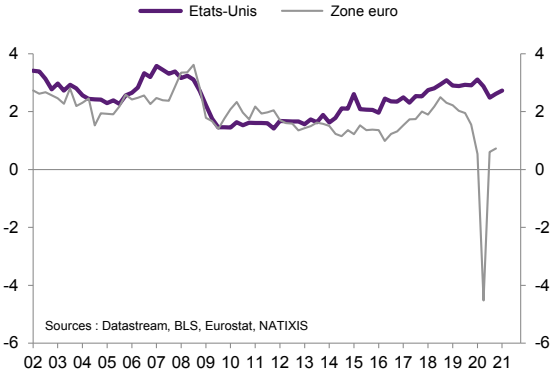
Graphique 8b
PIB volume (100 en 2002:1)



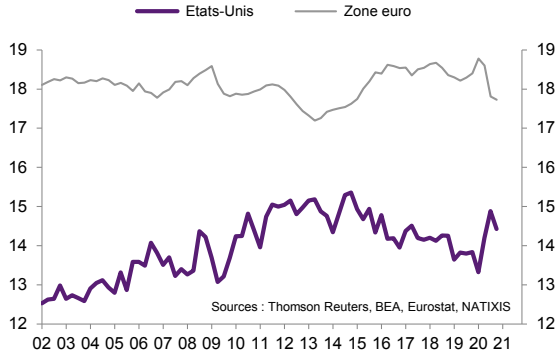
Graphique 8c
Prix du pétrole (Brent, $/baril)



Graphique 8d
Salaire nominal par tête (GA en %)



Graphique 8e
Profits après taxes, avant intérêts et dividendes
(en % du PIB valeur)



Annexe

L'origine de l'inflation

À court-moyen terme, la production doit être égale à la demande :

(1) $Y = D$

Y est la production, D la demande

La production nécessite du travail et des matières premières :

(2) $Y = f(N, E)$

f est la fonction de production, N l'emploi, E la consommation de matières premières.

Le taux de marge bénéficiaire t est :

(3) $t = 1 - \frac{(wN + qE)}{pY}$

p est le prix, w est le salaire nominal, q le prix des matières premières.

Le salaire nominal est partiellement indexé sur les prix.

(4) $w = sp^a ; a < 1$

L'objectif des entreprises est d'obtenir le taux de marge t^*, par la fixation du prix, soit :

(5) $t^* = 1 - \frac{s \ N}{p^{1-a}D} - Q\frac{E}{D}$

où Q est le prix relatif des matières premières.

Une **baisse du taux de marge** peut venir :

- **d'une hausse de la demande D,** s'il y a rendements d'échelle décroissants (dans ce cas, si Y augmente, $\frac{N}{Y}$ et $\frac{E}{Y}$ augmentent) ;
- **d'une hausse du salaire de référence s ;**
- **d'une hausse du prix relatif des matières premières Q.**

La réaction des prix pour rétablir le taux de marge est d'autant plus forte que a est grand (l'indexation des salaires aux prix est forte).