NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

26 mai 2021 - 385

Pourquoi l'inflation a-t-elle disparu ?

Avant de se demander si l'inflation peut revenir, il faut comprendre pourquoi elle a disparu dans les pays de l'OCDE depuis le début des années 1980.

Les explications possibles de la disparition de l'inflation sont :

- le passage à des politiques monétaires de lutte contre l'inflation (d'inflation targeting) ;
- un choc négatif de demande : la hausse du taux d'épargne relativement au taux d'investissement ;
- un choc positif d'offre : la faiblesse des salaires (plus forte que celle de la productivité) avec la baisse du pouvoir de négociation des salariés, les déréglementations du marché du travail.

D'autres facteurs au contraire allaient dans le sens d'une inflation plus forte : le niveau resté élevé de la rentabilité exigée du capital, le vieillissement démographique.

L'analyse économétrique semble montrer que la disparition de l'inflation a été due au recul des hausses des salaires (nous calculons la composante exogène des hausses de salaire, celle qui ne vient, ni de l'inflation, ni du chômage, ni de la productivité), et pas d'une autre évolution. C'est donc l'évolution du marché du travail qui est la cause de la disparition de l'inflation.

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

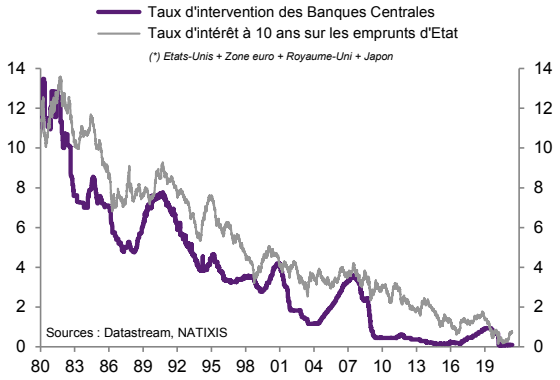
Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

ECONOMIC RESEARCH

Disparition de l'inflation dans les pays de l'OCDE

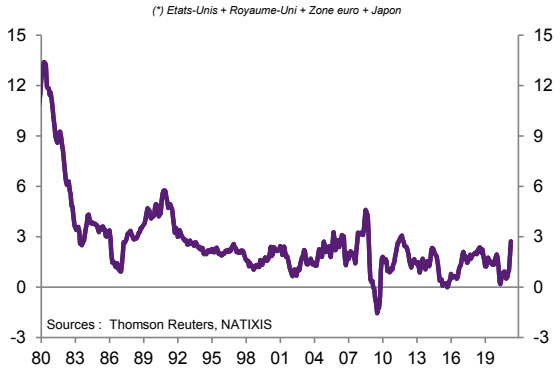
On se demande souvent aujourd'hui si **l'inflation peut revenir** dans les pays de l'OCDE et conduire à une forte remontée des taux d'intérêt **(graphique 1)** qui aurait des effets extrêmement puissants sur des économies très endettées.

Graphique 1
OCDE* : taux d'intérêt (en %)



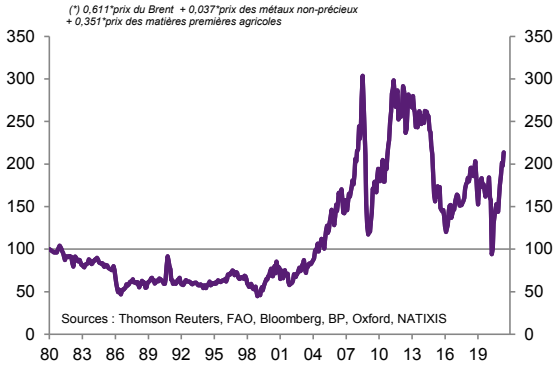
Pour répondre à cette question, il faut **se demander pourquoi l'inflation a disparu dans les pays de l'OCDE (graphique 2)**.

Graphique 2
OCDE* : inflation (CPI, GA en %)



L'inflation dépend bien sûr des prix des matières premières **(graphique 3)**.

Graphique 3
Prix agrégé des matières premières* (100 en 1980:1)



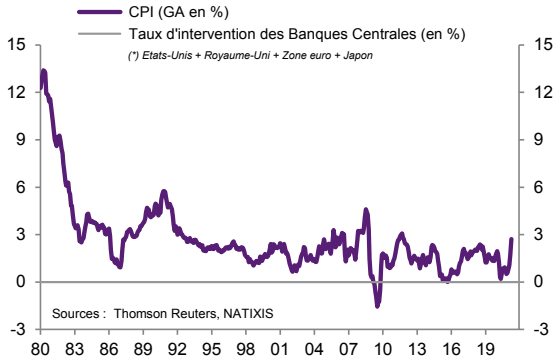
Mais que peut **expliquer le recul de l'inflation sous-jacente**, hors effet des matières premières ?

Les causes possibles du recul de l'inflation

Il y en a essentiellement **trois**.

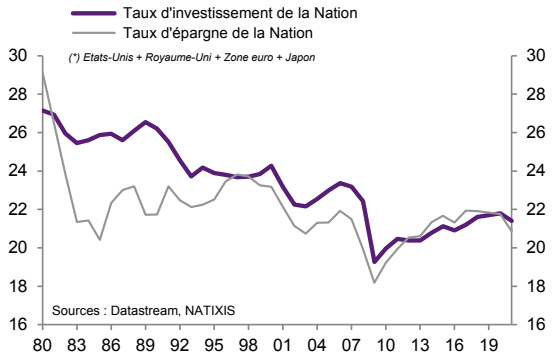
1. **Le passage à des politiques monétaires de lutte contre l'inflation** (inflation targeting), avec durcissement de la politique monétaire lorsque l'inflation augmente **(graphique 4)**.

Graphique 4
OCDE* : taux d'intervention des Banques Centrales et inflation

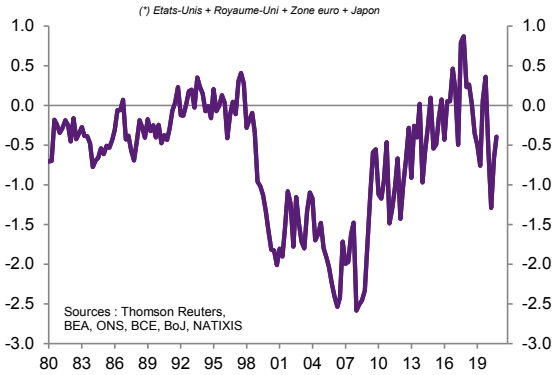


2. **Une faiblesse structurelle de la demande**, avec une **hausse du taux d'épargne** plus rapide que celle des besoins d'investissement **(graphiques 5a/b)**.

Graphique 5a
OCDE* : taux d'épargne et d'investissement de la Nation (en % du PIB valeur)

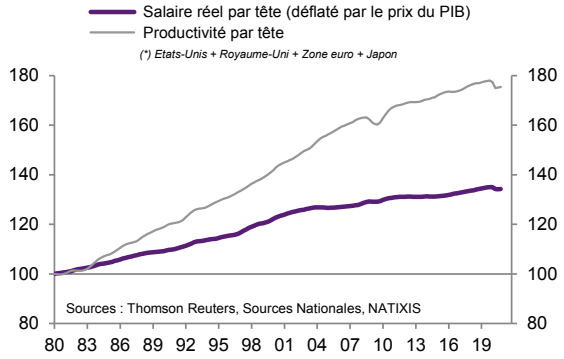


Graphique 5b
OCDE* : balance courante (en % du PIB valeur)

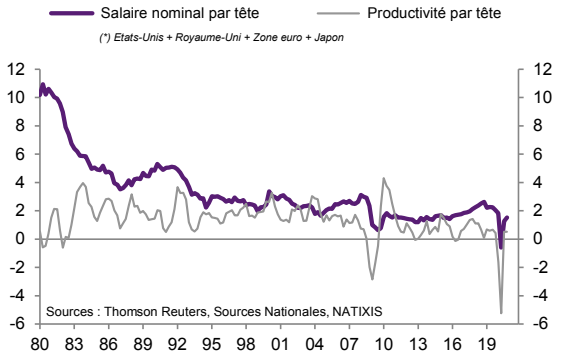


3. **Un choc positif d'offre,** avec la baisse du pouvoir de négociation des salariés qui conduit à la **déformation du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 6a)**, ce qui veut dire que l'affaiblissement des salaires l'emporte sur celui de la productivité **(graphique 6b)**.

Graphique 6a
OCDE* : salaire réel et productivité par tête (100 en 1980:1)



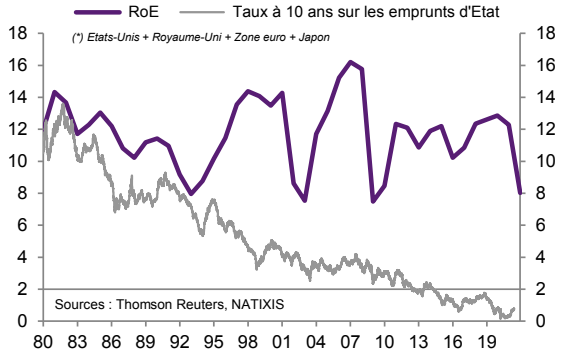
Graphique 6b
OCDE* : salaire et productivité par tête (GA en %)



Il faut voir **que d'autres facteurs au contraire auraient pu être inflationnistes** :

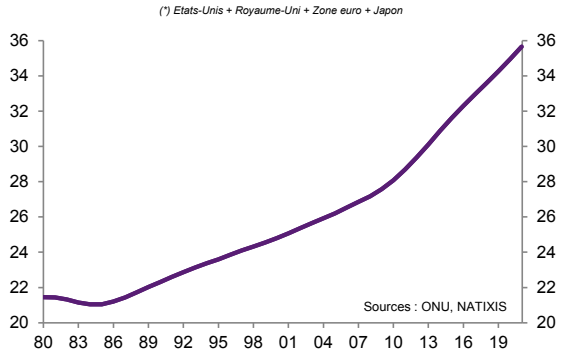
- un **coût élevé du capital**, avec la rentabilité exigée du capital qui n'a pas suivi à la baisse les taux d'intérêt **(graphique 7a)** ;

Graphique 7a
OCDE* : RoE et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



- le **vieillissement démographique (graphique 7b)**.

Graphique 7b
OCDE* : population de plus de 65 ans (en % de la population de 20 à 64 ans)



À quoi est due effectivement la disparition de l'inflation ?

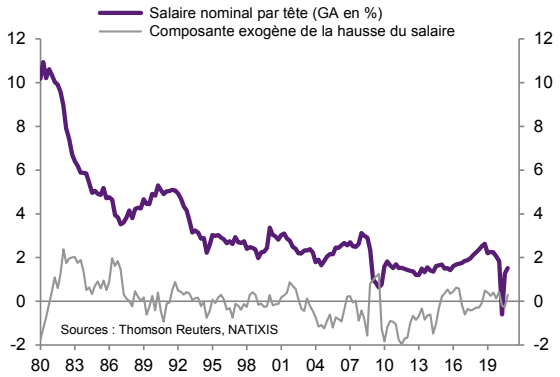
Nous partons de la détermination de l'inflation de l'**Annexe**.

Au total, l'inflation dépend :

- des prix des matières premières ;
- de la croissance de la productivité ;
- du taux de chômage ;
- de la pression de la demande de biens et services ;
- de la composante exogène (pas liée aux prix, à la productivité, au chômage) des hausses de salaire.

Nous commençons par déterminer économétriquement **cette composante exogène des hausses des salaires nominaux (graphique 8)**.

Graphique 8
OCDE* : salaire nominal par tête



Nous expliquons ensuite la hausse des prix de consommation par :

- la hausse du prix composite des matières premières ;
- le taux d'utilisation des capacités ;
- le taux d'intérêt réel à court terme (autre déterminant de la demande) ;
- le taux de chômage ;
- les gains de productivité ;
- la composante exogène des hausses de salaire calculée ci-dessus.

Nous obtenons comme **facteurs explicatifs de l'inflation** :

- **pour l'inflation sous-jacente :** la composante exogène de la croissance des salaires, les gains de productivité, le taux d'utilisation des capacités ;
- **pour l'inflation totale :** les mêmes variables et la croissance des prix des matières premières.

Le taux d'intérêt réel n'a pas de rôle significatif, le taux de chômage est moins explicatif que le taux d'utilisation des capacités.

Synthèse : d'où vient la disparition de l'inflation, et d'où pourrait revenir l'inflation ?

A priori, la disparition de l'inflation peut venir :

- des politiques monétaires d'inflation targeting ;
- d'une faiblesse chronique de la demande ;
- de la rigueur salariale (donc d'un choc positif d'offre).

L'analyse économétrique montre que l'on peut expliquer l'inflation de 1980 à 2020 par :

- **le taux d'utilisation des capacités (positivement) ;**
- **la croissance des gains de productivité (négativement) ;**
- **la composante exogène de la croissance des salaires ;**
- et, **pour l'inflation totale et pas l'inflation sous-jacente, par la croissance des prix des matières premières**.

La disparition structurelle (et non cyclique) de l'inflation ne peut donc s'expliquer que par le recul de la composante exogène (non liée au chômage, à l'inflation elle-même, à la productivité) **des salaires** (voir graphique 8).

L'inflation ne pourrait donc revenir que d'un changement de la formation des salaires.

Annexe

Détermination de l'inflation

L'inflation totale vient de :

(1) $p = \lambda q + (1 - \lambda)e$

p est l'inflation
q l'inflation sous-jacente
e la hausse des prix des matières premières

L'inflation sous-jacente suit le coût salarial unitaire et la pression de la demande :

(2) $q = w - \pi + \gamma t$

w est la croissance du salaire nominal
π est la croissance de la productivité
t représente la pression de la demande

La croissance des salaires vient de :

(3) $w = \theta p + \alpha\pi - \beta u + S$

u est le taux de chômage
S est la croissance du salaire « cible »
θ est le degré d'indexation des salaires aux prix.

et finalement :

(4) $p(1 - \lambda\theta) = -\lambda(1 - \alpha)\pi - \lambda\beta u + \lambda\gamma t + \lambda S + (1 - \lambda)e$