

CONJONCTURE

L'ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET IMMOBILIÈRE

GRUPE



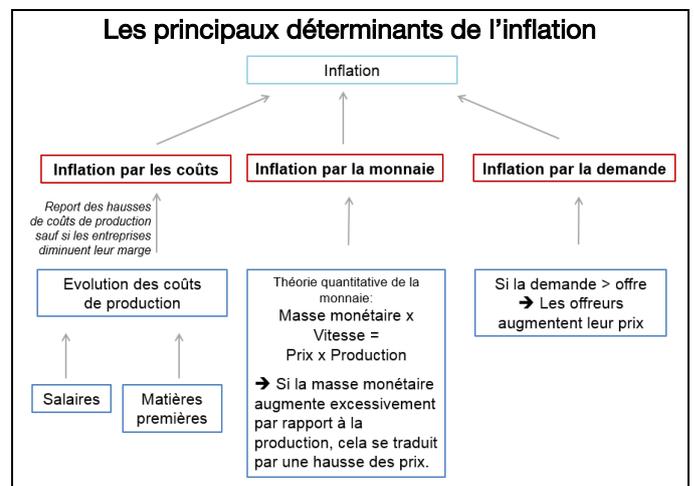
SEPTEMBRE 2017

Pourquoi l'inflation en zone euro est-elle plus faible que dans le reste du monde ?

Depuis 2014, et par rapport à la décennie passée, la zone euro se distingue des principales économies mondiales par un net ralentissement du prix des biens et services non-volatils (i.e. hors énergie et alimentation), dits « sous-jacents » (Conjoncture n°69). Selon nos estimations, ce phénomène s'explique par la faiblesse de la demande et le ralentissement des coûts de production (essentiellement salariaux), conséquences de la crise souveraine de 2012. Le fait que cette faible inflation persiste aussi longtemps après la crise est étroitement lié au comportement de marge des entreprises.

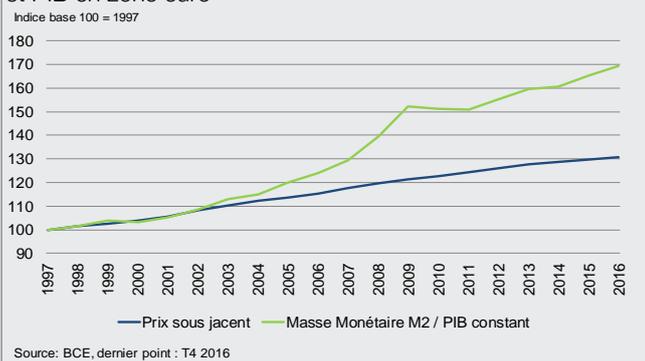
Les principaux déterminants de l'inflation confrontés au cas de la zone euro

Inflation par la monnaie : selon la théorie quantitative de la monnaie, tout accroissement monétaire supérieur à celui de l'activité en volume se traduirait par un ajustement à la hausse des prix à la consommation. Or, l'analyse empirique sur longue période montre que l'évolution de la masse monétaire est de moins en moins corrélée à celle de l'inflation (graphique 1). Une explication possible serait de dire que le surcroît de masse monétaire en circulation serait davantage alloué aux placements (actions, immobiliers, obligations) qu'à la consommation de biens et services. Par conséquent, la hausse de la masse monétaire ne générerait que peu d'inflation dans les économies très financiarisées, comme la zone euro.

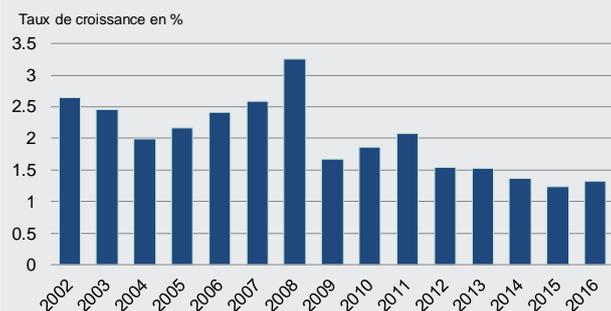


Inflation par les coûts : les coûts de production impactent le niveau des prix *via* les coûts salariaux unitaires et les consommations intermédiaires, essentiellement les matières premières énergétiques. Depuis 2014, le coût des matières premières a sensiblement diminué suite à l'effondrement des cours du pétrole. Quant aux coûts salariaux unitaires, leur croissance a également fléchi ces dernières années. La situation sur le marché du travail s'est en effet détériorée sous l'effet des consolidations budgétaires des entreprises privées et des administrations publiques après l'avènement de la crise souveraine en 2012. Cela a notamment engendré des pressions baissières marquées sur la dynamique des salaires (graphique 2).

Graphique 1 : Masse monétaire, inflation sous-jacente et PIB en zone euro



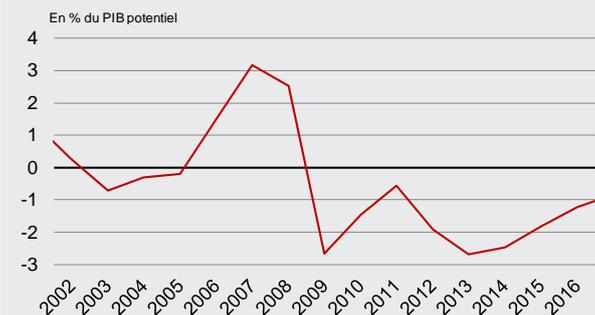
Graphique 2 : Salaires moyen par tête en zone euro



Source : BCE, dernier point : T4 2016

Inflation par la demande : depuis la crise financière de 2008-2009, la zone euro accuse un déficit chronique de demande par rapport à l'offre, source de pressions désinflationnistes. En effet, la position d'une économie dans le cycle des affaires est un facteur de tensions inflationnistes. Si l'activité se situe au-dessus de son rythme potentiel, cela signifie que la demande de biens et services des ménages, des entreprises et des administrations publiques excède les capacités de production existantes, c'est-à-dire l'offre. Les producteurs peuvent donc accroître leurs prix de vente. À l'inverse, si l'activité se trouve en-deçà de son potentiel, cela signifie que la demande ne permet pas d'utiliser l'ensemble des capacités de production, poussant alors les producteurs à diminuer leurs prix de vente dans l'espoir d'accroître leur production. Cet écart entre offre et demande peut être approché par l'*output gap* : l'écart de production d'une économie par rapport à sa production potentielle. Or, depuis 2009, cet écart est négatif en zone euro, ce qui tire l'inflation vers le bas (graphique 3).

Graphique 3 : Output gap de la zone euro

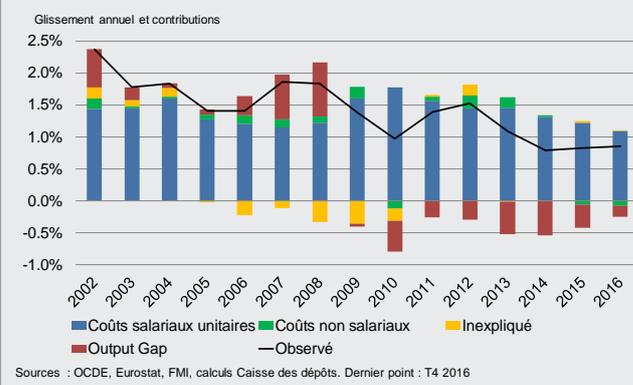


Données : OCDE, Eurostat, FMI, calculs Caisse des dépôts. Dernier point : T4 2016

La moindre inflation en zone euro liée à des facteurs de demande, de coûts et au comportement de marge des entreprises

Selon nos estimations économétriques (graphique 4), l'inflation sous-jacente en zone euro aurait dans un premier temps (2013) diminué en raison de la faiblesse de la demande globale (contribution négative de l'*output gap*). Dans un second temps (2014-2016), c'est la moindre progression des coûts de production, en particulier salariaux, qui aurait contribué au fait qu'elle reste basse, en dépit d'une amélioration de la demande. En somme, nos résultats indiquent que les entreprises en zone euro auraient mis du temps à diffuser le ralentissement de leurs coûts de production dans leurs prix de vente. Ce décalage temporel s'explique par la volonté des entreprises de lisser leur taux de profit dans le temps. Après avoir atteint un point bas historique en 2012, ce dernier se serait sans doute dégradé davantage si les entreprises avaient répercuté dès 2013 dans leurs prix la moindre hausse des coûts dont elles bénéficiaient. Au contraire, elles ont opté pour une répercussion graduelle, au fil du redressement de la demande, leur permettant ainsi de soutenir leur compétitivité, et donc leurs ventes, tout en restaurant leurs marges. En termes d'inflation, ce comportement de marge des entreprises a eu pour effet d'éviter une forte chute à court terme (limitant ainsi les risques de tombée en déflation), avec pour contrepartie une modération durable dans le temps.

Graphique 4 : Inflation sous-jacente de la zone euro et contributions



Sources : OCDE, Eurostat, FMI, calculs Caisse des dépôts. Dernier point : T4 2016

Caisse des Dépôts - Direction des fonds d'épargne
Directeur de la publication : Olivier Mareuse
Responsable de la rédaction : Yann Tampereau,
 yann.tampereau@caissedesdepots.fr
Auteurs : Sylvain Baillehache et Hugo Le Damany
Abonnement gratuit : etudesdfe@caissedesdepots.fr -
 www.prets.caissedesdepots.fr
 Dépôt légal et ISSN en cours.

Avertissement : les travaux objets de la présente publication ont été réalisés à titre indépendant par le service des Études de la direction des fonds d'épargne. Les opinions et prévisions figurant dans ce document reflètent celles de son ou ses auteurs à la date de sa publication, et ne reflètent pas nécessairement les analyses ou la position officielle de la direction des fonds d'épargne ou, plus largement, de la Caisse des Dépôts. La Caisse des Dépôts n'est en aucun cas responsable de la teneur des informations et opinions contenues dans cette publication, y compris toute divulgation ou utilisation qui en serait faite par quiconque.

www.prets.caissedesdepots.fr
 Retrouvez toutes nos études : éclairages, conjoncture, perspectives et Atlas et abonnez-vous sur notre site, rubrique « Regards d'experts »

