

## Flash Economie

11 juillet 2018 - 810

### Les conséquences très importantes de la faible indexation des salaires nominaux sur les prix

Dans la période récente, l'indexation des salaires nominaux sur les prix aux Etats-Unis et dans la zone euro est devenue faible.

Cette faible indexation des salaires nominaux sur les prix a des conséquences importantes :

- la hausse du prix du pétrole réduit fortement les salaires réels et la consommation des ménages ;
- la hausse du prix du pétrole conduit à peu « d'effets de second tour » donc fait peut monter l'inflation sous-jacente ; elle ne doit donc pas conduire à une politique monétaire plus restrictive, au contraire ;
- une dépréciation (par exemple) du taux de change conduit à la baisse du salaire réel et à une contraction importante de la demande intérieure, d'où un effet global négatif sur l'activité réelle ;
- les salaires nominaux réagissant peu aux chocs inflationnistes (venant du prix du pétrole, du taux de change), ceux-ci ont peu d'effets négatifs sur les profits des entreprises.

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

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Faible indexation des salaires sur les prix

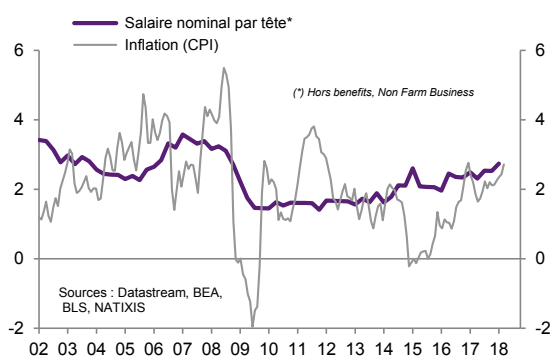
L'analyse économétrique de la formation des salaires montre une indexation faible des salaires nominaux aux prix aux Etats-Unis et dans la zone euro.

Sur la période de 2002-2017, cette indexation serait de :

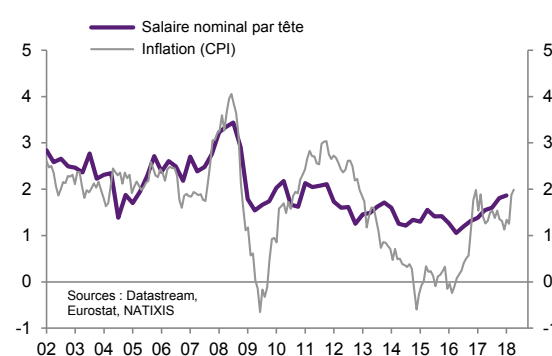
- 0,08 aux Etats-Unis ;
- 0,27 dans la zone euro.

Il y a donc aux Etats-Unis et dans la zone euro **une forte inertie des salaires nominaux par rapport à l'inflation (graphiques 1a/b), ce qui a des conséquences importantes.**

**Graphique 1a**  
Etats-Unis : salaire nominal par tête et inflation  
(GA en %)



**Graphique 1b**  
Zone euro : salaire nominal par tête et inflation  
(GA en %)



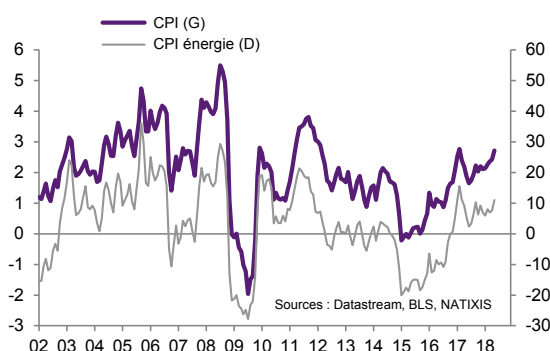
## Quelles conséquences d'une faible indexation des salaires sur les prix ?

La faible indexation des salaires sur les prix a des **conséquences importantes.**

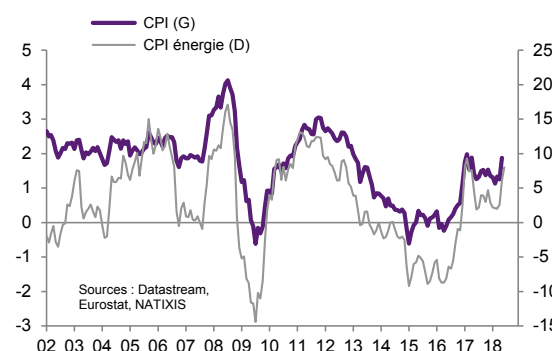
- 1- **La hausse du prix du pétrole réduit fortement les salaires réels** (puisque les salaires nominaux réagissent peu à la hausse de l'inflation) **donc réduit fortement la consommation.**

Dans la période récente, on a bien vu la faible réaction, aux Etats-Unis et dans la zone euro, des salaires nominaux à l'inflation (graphiques 1a/b plus haut) qui résulte de la hausse des prix de l'énergie (**graphiques 2a/b**) ; on voit aussi que la consommation des ménages faiblit dans la zone euro (**graphique 3**).

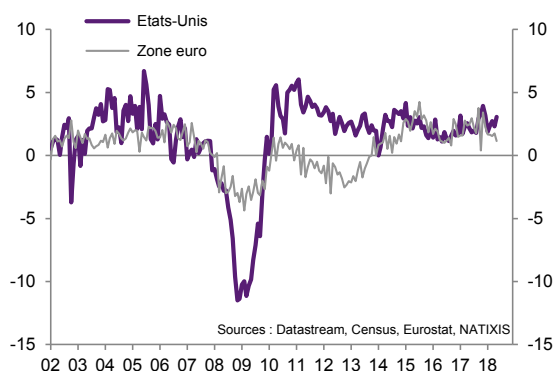
**Graphique 2a**  
Etats-Unis : inflation et inflation hors énergie  
(CPI, GA en %)



**Graphique 2b**  
Zone euro : inflation et inflation hors énergie  
(CPI, GA en %)

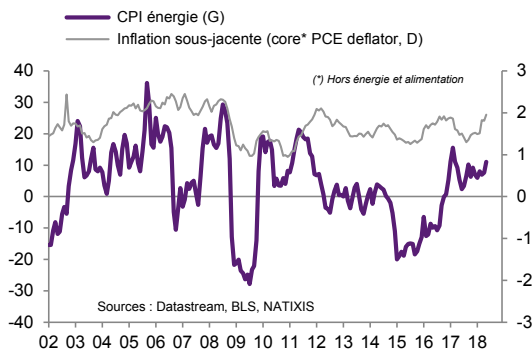


**Graphique 3**  
Ventes au détail (volume, GA en %)

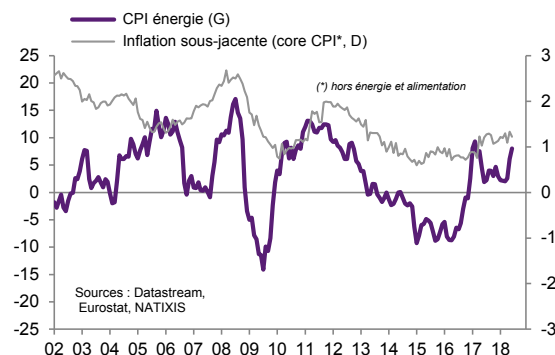


2- La hausse du prix du pétrole faisant peu monter les salaires nominaux, les « effets de second tour » sont faibles : la hausse du prix du pétrole conduit à une hausse faible de l'inflation sous-jacente (graphiques 4a/b), et, puisqu'elle réduit fortement la consommation des ménages, elle affaiblit l'activité réelle, et ne conduit donc pas à une politique monétaire plus restrictive, au contraire.

**Graphique 4a**  
Etats-Unis : CPI énergie et inflation sous-jacente (GA en %)



**Graphique 4b**  
Zone euro : CPI énergie et inflation sous-jacente (GA en %)

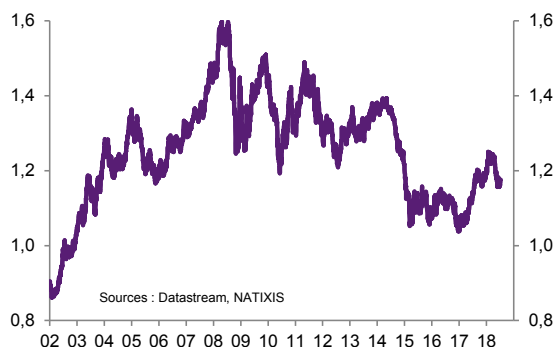


3- Une dépréciation (par exemple) du taux de change conduit à de l'inflation importée, et, avec la faible indexation des salaires aux prix, celle-ci fait peu monter les salaires nominaux, donc réduit fortement les salaires réels : la dépréciation du change a un effet très négatif sur la demande intérieure.

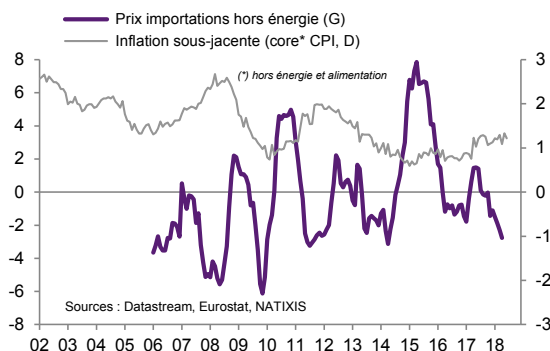
La dépréciation de l'euro, de 2014 à 2016 (graphique 5a) a conduit (graphiques 5b/c) à une forte hausse des prix des importations et du prix de consommation, sans réaction du salaire nominal.

La dépréciation du dollar depuis le début de 2017 (graphique 6a) conduit (graphique 6b) au redressement du prix des importations et de l'inflation avec aussi une faible réaction des salaires nominaux.

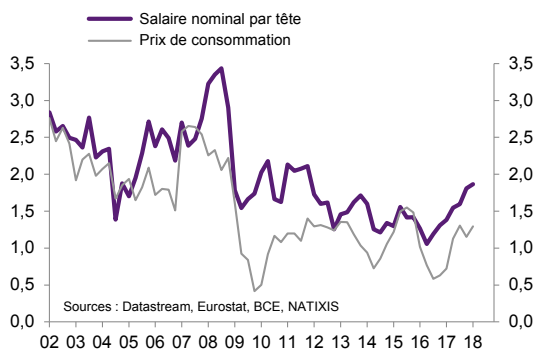
**Graphique 5a**  
Taux de change euro-dollar (1€ = ...\$)



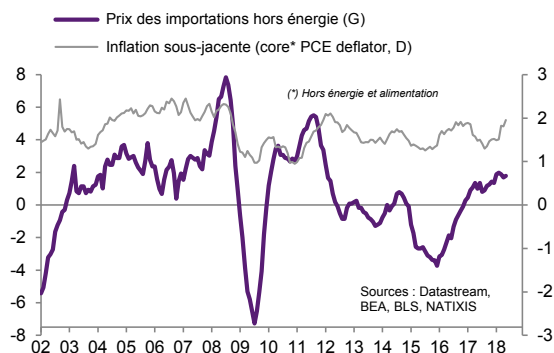
**Graphique 5b**  
Zone euro : prix des importations hors énergie et inflation sous-jacente (GA en %)



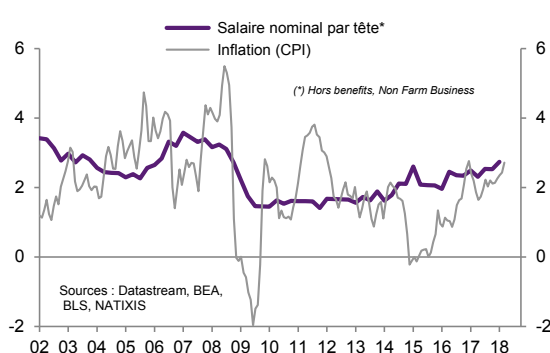
**Graphique 5c**  
Zone euro : salaire nominal par tête et prix de consommation (GA en %)



**Graphique 6a**  
Etats-Unis : prix des importations hors énergie et inflation sous-jacente (GA en %)

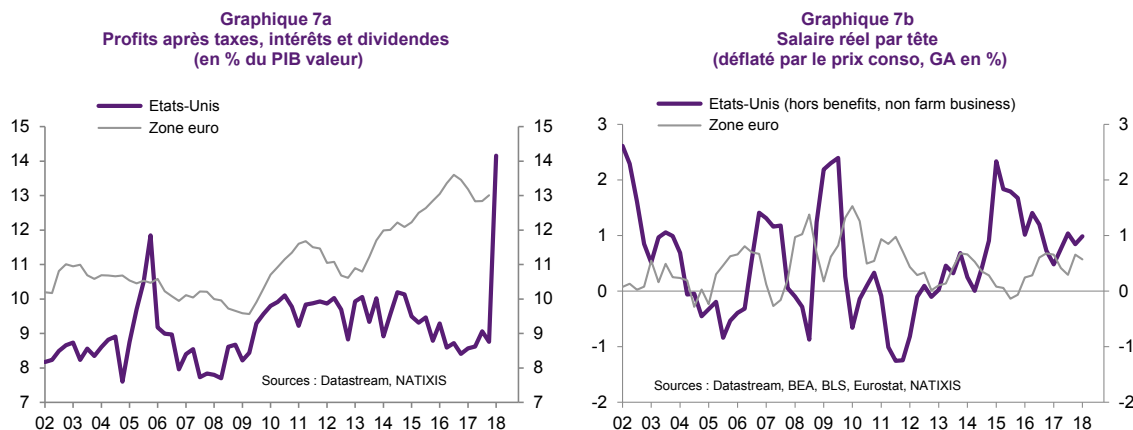


**Graphique 6b**  
Etats-Unis : salaire nominal par tête et inflation (GA en %)



- 4- Ce qui précède montre que, **lorsque l'indexation des salaires nominaux aux prix est faible, les chocs inflationnistes** (hausse du prix du pétrole, dépréciation du change) **ne conduisent pas à une hausse importante des salaires réels.**

Ces chocs affectent donc le pouvoir d'achat des ménages, mais **pas la profitabilité des entreprises.** Le **graphique 7a** montre que la remontée du prix du pétrole depuis 2016 n'a pas réduit de manière importante les profits, mais elle a freiné de manière importante les salaires réels (**graphique 7b**).



## Synthèse : la faible indexation des salaires sur les prix, très importante à prendre en compte aujourd'hui

Dans une configuration de remontée du prix du pétrole, la faible indexation des salaires nominaux sur les prix aux Etats-Unis et dans la zone euro joue un rôle très important. Elle implique que la hausse du prix du pétrole :

- ne va pas beaucoup accroître l'inflation sous-jacente ;
- va beaucoup réduire les salaires réels, donc la demande intérieure ;
- va amener les Banques Centrales à être confrontées à une croissance plus faible mais pas à une inflation sous-jacente beaucoup plus forte.

La faible indexation des salaires nominaux sur les prix implique aussi :

- que le coût en demande intérieure d'une dévaluation du taux de change est importante ;
- que les chocs inflationnistes pénalisent les ménages beaucoup plus que les entreprises.

## Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

**Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.**

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central Bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Canada : Natixis n'est pas référencé au titre de courtier en vertu de la législation sur les valeurs mobilières au Canada et ne peut traiter qu'avec des investisseurs désignés comme clients admissibles au sens de l'article 8.18 du Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription, les dispenses et les obligations permanentes des personnes inscrites.

Australie : Natixis opère à travers une filiale détenue entièrement, Natixis Australia Pty Ltd (" NAPL "). NAPL est enregistrée auprès de l'Australian Securities & Investments Commission et détient une licence de services financiers australienne (No 317114) qui permet à NAPL d'exercer ses activités en Australie avec des clients "wholesale". Les détails de cette licence sont disponibles sur demande.

Hong Kong : ce document est destiné à être distribué uniquement aux investisseurs professionnels (au sens de l'ordonnance sur les valeurs mobilières et les contrats à terme (Cap.571) de Hong Kong et de toute règle établie en vertu de cette ordonnance).

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

**JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.**

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>