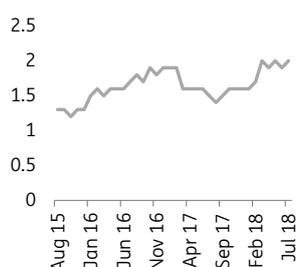


## Economic Hotline

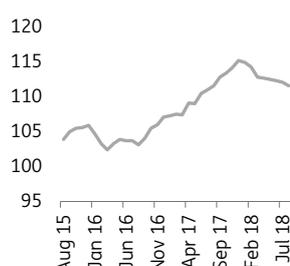
### Zone euro : pourquoi une inflation si basse ?

États-Unis : Core PCE inflation (%yoy)



Source : Thomson Reuters Datastream

Zone euro : Sentiment économique



Source : Thomson Reuters Datastream

### À suivre

La semaine prochaine seront publiées les données de création d'emplois et de salaires pour le mois d'août aux États-Unis.

Plus de recherches économiques sur notre site : <https://think.ing.com/>

**Charlotte de Montpellier**  
Economist  
Brussels +32 (0) 547 33 86  
[Charlotte.de.montpellier@ing.be](mailto:Charlotte.de.montpellier@ing.be)

#### États-Unis – Economie forte et NAFTA

La croissance du PIB américain a été révisée à la hausse pour le deuxième trimestre 2018, à 4,2% qoq annualisé, contre 4,1% estimé précédemment. En juillet, les dépenses personnelles de consommation ont augmenté de 0,4% en juillet sous l'effet des réductions d'impôt, ce qui suggère que la consommation devrait continuer à contribuer à la croissance économique au troisième trimestre. L'économie américaine se porte donc très bien, boostée par la réforme fiscale de D. Trump. D'autre part, l'indice sous-jacent des prix des dépenses de consommation, la mesure d'inflation préférée de la Fed, se situe maintenant à 2%. Avec les mesures principales et fondamentales de l'IPC et le déflateur de PCE à 2% ou plus et une croissance économique soutenue, nous prévoyons toujours une hausse des taux en septembre et en décembre. Par ailleurs, après un an de négociations difficiles, les États-Unis et le Mexique sont parvenus à un accord commercial bilatéral, en vue de remplacer (ou amender) le NAFTA. L'incertitude demeure néanmoins concernant le Canada, qui n'a pas encore indiqué son intention de rejoindre le nouveau traité. Notons que le remplacement du NAFTA n'est pas encore chose faite. Les détails de l'accord doivent être transmis au Congrès, qui l'examinera avant de pouvoir l'approuver, ce qui peut prendre du temps et pourrait se finaliser seulement après les élections de mi-mandat. La refonte ou le remplacement du NAFTA est donc loin d'être terminée.

#### Zone euro – Hausse des indices PMI

L'indicateur du sentiment économique de la zone euro est passé de 112,1 à 111,6 au mois d'août, et continue donc sa baisse entamée depuis janvier. La baisse du climat des affaires a été généralisée, l'industrie et les services ayant enregistré une baisse de confiance en août. Les inquiétudes concernant les marchés émergents et les doutes quant à la durée de vie de l'accord entre Juncker et le président Trump sur le commerce, mais aussi la prudence entourant les discussions sur le budget italien ont donc pesé sur la confiance. Fitch vient d'ailleurs d'abaisser le « outlook » pour le rating de l'Italie vers « négatif ». Il semble donc que l'économie de la zone euro ait adopté un rythme de croissance modeste cette année et les signes d'une accélération pour la fin de l'année sont rares. Une vitesse de croisière de 0,4% de croissance du PIB chaque trimestre apparaît comme le meilleur scénario pour la suite de l'année. En outre, l'inflation a baissé en août par rapport à juillet (voir topic).

#### Pays émergents - Le domino continue

Le resserrement monétaire de la FED et l'appréciation du dollar continue à impacter négativement les pays émergents. Après la Turquie où la situation ne s'arrange pas, l'Argentine a connu une semaine compliquée. Pour lutter contre la dépréciation forte du peso, la banque centrale a relevé ses taux directeurs de 45% à 60%. Le gouvernement a en outre demandé le déblocage anticipé d'un programme de financement du FMI afin de tenter de rassurer les investisseurs, qui s'inquiètent de l'inflation très élevée (30,9% en juillet) et de l'important endettement en devises étrangères. Le Brésil, l'Afrique du Sud et l'Inde ont également vu leur devise se déprécier ces dernières semaines. Les problèmes des pays émergents ne sont donc pas terminés.

## Zone euro : pourquoi une inflation si basse ?

L'inflation reste faible en zone euro, même si le marché du travail se porte bien...

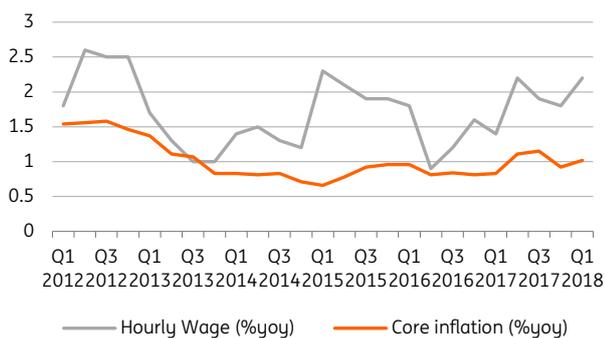
... et beaucoup plus faible qu'aux Etats-Unis.

Au mois d'août, l'inflation des prix à la consommation dans la zone euro s'est établie à 2%, en baisse par rapport à celle du mois de juillet (2,1%), toujours boostée par les prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des produits énergétiques, alimentaires, de l'alcool et du tabac, a chuté à 1% (contre 1,1% en juin), bien loin de l'objectif de la BCE. Malgré la croissance économique et la bonne forme du marché du travail, l'inflation européenne reste donc faible. Au même moment, aux Etats-Unis, la situation est bien différente. L'inflation des prix à la consommation tourne autour des 3%, alors que l'inflation sous-jacente est à 2,4%.

### Mais pourquoi cette différence?

Selon la théorie économique et le concept de la courbe de Philips, l'évolution de l'inflation et l'évolution du marché du travail dans un pays sont liés. Quand le marché du travail (et l'économie) se portent bien, l'inflation tend à augmenter. Au contraire, un marché du travail déprimé (et donc une économie qui va mal) est lié à une inflation faible. On voit pourtant que, ces dernières années dans la zone euro, la relation ne semble plus tenir. En effet, l'inflation de la zone euro est faible depuis 2013 (et inférieur à l'objectif de la BCE), alors que le chômage baisse et que les créations d'emploi sont sur une pente ascendante.

Gr 1 Inflation et croissance des salaires dans la zone euro



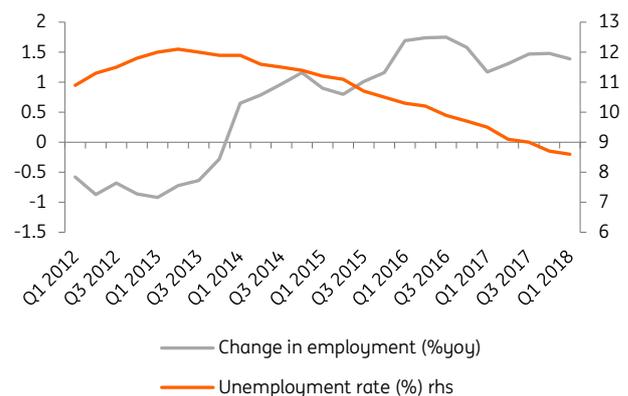
Source : Thomson Reuters, calculs ING

Selon une étude du FMI, c'est dû à la persistance de l'inflation...

... les chocs sur l'économie ont des conséquences sur l'inflation pendant de nombreuses années.

L'inflation se relève moins vite après un choc dans la zone euro qu'aux Etats-Unis

Gr 2 Taux de chômage et créations d'emplois dans la Zone Euro



Source : Thomson Reuters

Une récente étude du FMI s'est penchée sur l'inflation basse en zone euro et a permis de tirer des conclusions intéressantes. Il ressort de cette étude **que l'inflation dans la zone euro est très « persistante », et beaucoup plus qu'elle ne l'est aux Etats-Unis**. L'inflation européenne à un certain moment dépend fortement des développements de l'inflation européenne dans les années précédentes. Cette persistance implique que les chocs négatifs sur l'économie ont des conséquences négatives sur l'inflation pendant de nombreuses années, et donc que l'ajustement à la hausse quand les conditions sont à nouveau bonnes prend énormément de temps. Comme la persistance de l'inflation aux Etats-Unis est moins grande, un même choc (par exemple la crise de 2008) aura des conséquences sur l'inflation américaine pendant beaucoup moins longtemps que sur l'inflation européenne.

Outre le fait que l'inflation européenne se redresse moins vite que l'inflation américaine après un choc commun, il ne faut oublier que la zone euro a vécu ces dernières années plus de crise que les Etats-Unis. En effet, la crise des dettes souveraines en 2012 a replongé l'économie européenne en récession, alors qu'elle a eu beaucoup moins d'impact aux Etats-Unis. En conséquence, vu son caractère persistant, l'inflation de la zone euro en 2018 est toujours impactée par la crise de 2012, ce qui n'est pas le cas de

l'inflation américaine. Cela explique donc également pourquoi les développements de l'inflation sont si différents des deux côtés de l'Atlantique.

### Mais qu'est ce qui explique cette persistance de l'inflation européenne ?

L'étude du FMI indique trois raisons probables à cette persistance, même si la recherche n'a pas encore prouvé qu'elle est la raison la plus importante et dans quelle mesure chacune impacte l'inflation.

La persistance de l'inflation européenne est due :

- Aux anticipations d'inflation
- Aux rigidités sur le marché du travail
- A la façon dont sont fixés les prix par les entreprises

Premièrement, les anticipations sur l'inflation dans le futur sont formées différemment aux Etats-Unis qu'en Europe. Aux Etats-Unis ses anticipations sont formées de manière prospective (forward-looking), en estimant les évolutions futures de la croissance, de la demande et des prix. Au contraire, en Europe, les anticipations sont davantage adaptatives, se basant sur le passé (backward-looking) pour estimer les évolutions futures. Or, les anticipations d'inflation sont primordiales dans la formation des prix et des salaires. Les entreprises et les travailleurs se basent sur leurs anticipations pour fixer les prix et négocier les salaires, ce qui impacte directement l'inflation.

Deuxièmement, les rigidités sur le marché du travail européen peuvent aussi expliquer la persistance de l'inflation européenne. Comme les négociations salariales ont lieu moins régulièrement en Europe qu'aux Etats-Unis, les salaires évoluent moins rapidement en fonction de la conjoncture (à la hausse comme à la baisse) et l'inflation augmente ou diminue moins rapidement, conduisant à plus de persistance.

Troisièmement, la transmission des évolutions salariales dans les prix est moins rapide en Europe. Des changements dans les salaires dus à un changement de conjoncture vont prendre beaucoup de temps à être reflétés dans des changements de prix dans la zone euro. Les prix s'adaptent donc moins vite à la bonne (ou mauvaise) santé du marché du travail.

### Quelles sont les implications pour le futur ?

Etant donné cette persistance, au plus on s'éloigne dans le temps des chocs négatifs, au plus l'inflation devrait augmenter et évoluer à nouveau avec l'amélioration sur le marché du travail. Le retour de l'inflation vers l'objectif de 2% de la BCE devrait donc se faire graduellement, aussi longtemps que l'on s'éloigne des périodes de chocs négatifs. Comme les chocs prennent plus de temps à disparaître qu'aux Etats-Unis, la politique monétaire de la BCE doit rester accommodante plus longtemps que celle de la FED. C'est ce qu'on voit actuellement : la politique monétaire de la FED est plus restrictive, avec des hausses de taux régulières et un taux directeur qui atteint les 2%, alors que la politique de la BCE est expansionniste, avec des programmes d'achats net d'actifs toujours en cours (prévus jusqu'en décembre) et des taux annoncés au niveau actuel jusqu'à la fin de l'été 2019.

Il reste à savoir si la BCE va vraiment pouvoir commencer à normaliser sa politique monétaire au moment où elle le souhaite. En effet, la Banque centrale européenne a besoin d'une inflation sous-jacente améliorée pour rester sur la voie annoncée de normalisation, et on voit avec les données d'août qu'on est encore loin de l'objectif. Néanmoins, la croissance des salaires négociés est passée de 1,7% à 2,2% en glissement annuel au deuxième trimestre 2018. Cette accélération significative amène la croissance des salaires à un rythme qui n'avait plus été observé depuis 2012 et donne la première indication que la longue reprise du marché du travail commence à entraîner une augmentation des pressions salariales. Dans les mois à venir, la question reste de savoir si les entreprises vont oser augmenter les prix suite à la hausse des salaires, alors que la confiance des entreprises s'affaiblit. Les enquêtes indiquent pour le moment que la croissance attendue des prix devrait ralentir dans les mois à venir, l'incertitude économique mondiale ayant pesé sur les perspectives commerciales.

## Disclaimer

Cette publication a été préparée par la division d'analyse économique et financière de ING Belgique S.A. ("ING") exclusivement à titre d'information, sans tenir compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ou des moyens d'un utilisateur en particulier. Les informations dans cette publication ne constituent ni une recommandation de placement, ni un conseil fiscal, juridique ou en investissement, ni une offre ou une incitation à acheter ou vendre des instruments financiers. Même si toutes les précautions ont été prises pour assurer que les informations contenues dans ce document ne soient ni erronées, ni trompeuses au moment de la publication, ING ne peut pas garantir l'exhaustivité ni l'exactitude des informations communiqués par des tiers. ING ne peut pas être tenue pour responsable d'éventuelles pertes directes ou indirectes suite à l'utilisation de cette publication, sauf faute grave. Les opinions, prévisions ou estimations sont uniquement celles du ou des auteurs à la date de la publication et peuvent être modifiées sans préavis, sauf indication contraire.

La distribution de cette publication peut faire l'objet de restrictions légales ou réglementaires dans certains états et les personnes qui entrent en possession de celle-ci doivent se renseigner à propos de ces restrictions et les respecter.

Cette publication est soumise à la protection du copyright et des droits des bases de données et ne peut être reproduite, distribuée ou publiée par quiconque, quel que soit l'objectif, sans l'accord préalable explicite et écrit de ING. Tous les droits sont réservés. L'entité juridique responsable de la publication ING Belgique S.A. est agréée par la Banque Nationale de Belgique et est supervisée par la Banque Centrale Européenne (BCE), la Banque Nationale de Belgique (BNB) et l'Autorité des Services et Marchés Financiers (FSMA). ING Belgique S.A. est enregistrée en Belgique (n° 0403.200.393) au registre des personnes morales de Bruxelles.

À l'attention des investisseurs américains : toute personne qui souhaite discuter de cette publication ou effectuer des transactions dans un titre mentionné dans ce document doit prendre contact avec ING Financial Markets LLC, qui est membre de la NYSE, la FINRA et la SIPC et qui fait partie de ING, et qui a accepté la responsabilité de la distribution de ce document aux États-Unis conformément aux dispositions en vigueur.

Editeur responsable : Peter Vanden Houte, Avenue Marnix 24, 1000 Bruxelles, Belgique.