

La courbe de Phillips tient toujours!

Sommaire

- Malgré une amélioration notable du marché du travail américain, l'inflation continue de surprendre par sa faiblesse. Il est vrai que la croissance du salaire moyen demeure bien inférieure à sa norme historique compte tenu de la situation du marché du travail.
- Est-ce que cela implique que les travailleurs ont perdu de leur pouvoir de négociation et que la courbe de Phillips est devenue désuète ou a radicalement changé? Non. Il s'avère que ceux qui entrent sur le marché du travail soit pour la première fois soit après une période sans emploi ont tendance à gagner des salaires moins élevés que la moyenne des travailleurs, ce qui limite la progression du salaire moyen. Beaucoup de *baby-boomers* prennent aujourd'hui leur retraite à des salaires bien plus élevés que ceux des nouveaux venus sur le marché du travail.
- Afin de purger ces mouvements de va-et-vient qui peuvent masquer la capacité réelle des travailleurs de négocier des hausses salariales, mieux vaut analyser la croissance médiane des salaires. La croissance médiane observée au deuxième trimestre de 2017 est tout à fait conforme à la relation historique avec le taux de sous-emploi (U-6) contredisant ceux qui laissent entendre que les travailleurs peinent plus que par le passé dans le contexte actuel.
- Toutefois, nous notons des différences en fonction de l'âge. Les travailleurs de 55 ans et plus n'arrivent pas à négocier des hausses de salaire comme par le passé alors que c'est l'inverse pour les plus jeunes qui semblent avoir la cote en ce moment.
- Depuis un an, le taux de sous-emploi a continué de baisser suggérant une augmentation de la croissance médiane des salaires au cours de la prochaine année. En ce sens, une accélération de l'inflation de base est envisageable même si la démographie continue d'être un vent de face, d'autant plus que l'effet déflationniste des prix à l'importation s'estompe.

L'énigme de l'inflation basse

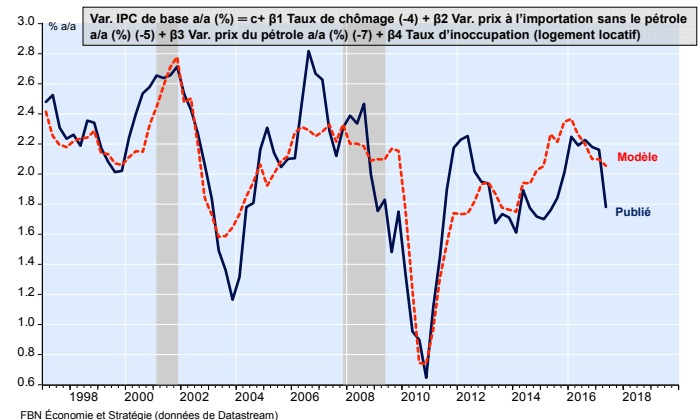
En dépit d'une amélioration notable du marché du travail, l'inflation demeure faible aux États-Unis, ce qui a fait douter certains observateurs de la courbe Phillips. Cette courbe illustre une relation inverse entre inflation et chômage. En 1958, Phillips a ainsi démontré qu'il existait une relation négative entre le chômage et l'inflation des salaires en Angleterre de 1867 à 1957, ce qui a l'amener à conclure qu'en période de pénurie de main-d'œuvre, les entreprises doivent augmenter les salaires pour répondre à leurs besoins d'embauche. Dans cette étude spéciale, nous nous interrogeons sur la faiblesse actuelle de l'inflation et évaluons dans quelle mesure la courbe de Phillips demeure pertinente.

Sur la période des vingt dernières années, le taux de chômage est une variable clé des fluctuations de l'inflation de base selon l'IPC, dont il expliquerait 43% des variations annuelles. Toutefois, une prévision basée sur ce modèle donnerait pour le T2 un taux d'inflation de 2.3%, soit 53% de plus que le chiffre publié de 1.8% du trimestre.

En plus des pressions salariales, d'autres facteurs contribuent aussi aux fluctuations de l'inflation de base. Le modèle peut expliquer jusqu'à 69% des variations avec un modèle plus complet, c'est-à-dire si on inclut dans la régression les prix à l'importation sans le pétrole, les prix du pétrole et le taux d'inoccupation des logements locatifs. Selon ce modèle élargi, une tendance à la baisse de l'inflation était à prévoir aux États-Unis depuis le début de 2016 en raison de l'effet à retardement de la faiblesse des prix à l'importation (vigueur du dollar américain) et des prix de l'énergie. Toutefois, même en tenant compte de ces variables, l'inflation du T2 demeure inférieure de deux dixièmes à ce que suggère ce modèle (graphique).

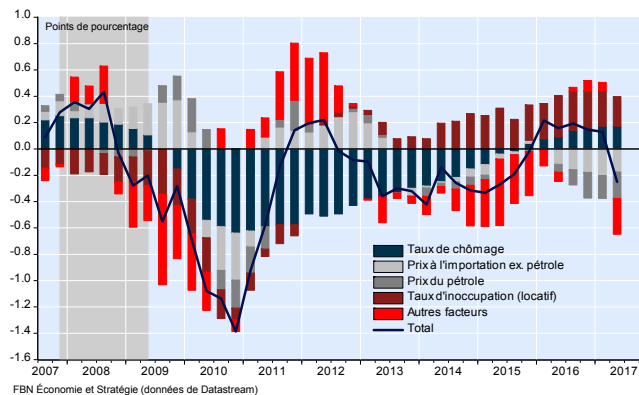
États-Unis : L'inflation de base en perspective

IPC de base, chiffre publié et prévision selon le modèle, données trimestrielles (1997-2017 T2)



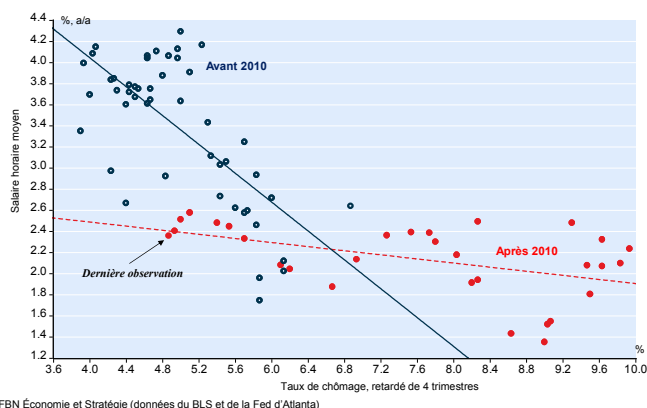
La guerre des prix sur le marché des télécommunications sans fil et la faiblesse des prix des médicaments sont des facteurs temporaires qui peuvent expliquer en partie cette divergence. Il n'en demeure pas moins que depuis 2013, le modèle tend à surestimer l'inflation. En effet, d'autres facteurs (barres rouges sur le graphique) semblent contribuer à maintenir l'inflation basse aux États-Unis.

États-Unis : Inflation de base faible vu les caractéristiques fondamentales
Contribution à l'écart de l'IPC de base avec la moyenne historique (points de pourcentage)



Se peut-il que ces erreurs de prédiction s'expliquent par le fait que le marché du travail ne génère plus autant de pressions salariales pour un taux de chômage donné? En effet, nous constatons que durant la période de 1998 à 2009, un taux de chômage légèrement inférieur à 5% génère une croissance du salaire moyen d'un point de pourcentage supérieur à celui observé au T2 (graphique). Cela a amené certains observateurs à affirmer que la courbe de Phillips n'était plus un outil valide.

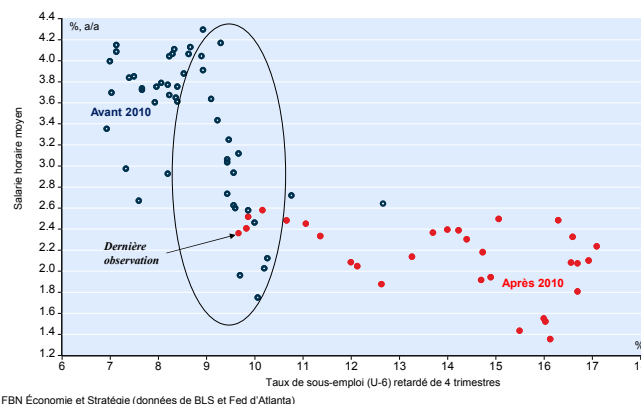
Croissance des salaires horaires moyens inhabituellement faible
Phillips : Relation entre le taux de chômage et la croissance des salaires horaires moyens (1998-2017)



Il s'avère que le taux de chômage est de plus en plus perçu comme une mesure qui ne donne pas le tableau complet du déséquilibre sur le marché du travail. Le taux de sous-emploi, communément appelé U-6, ajoute à la mesure traditionnelle

les travailleurs découragés (ceux qui ne cherchent plus), les autres personnes ayant un lien ténu avec le marché du travail et les travailleurs contraints au temps partiel. En utilisant plutôt cet indicateur pour tracer la courbe de Phillips, nous constatons que le taux de croissance des salaires horaires apparaît moins anormal mais demeure en dessous de la norme historique. Est-ce que cela signifie que les travailleurs n'ont plus le même pouvoir de négociation?

États-Unis : Salaire horaire moyen un peu faible vu le sous-emploi
Phillips : Relation entre le taux de sous-emploi et la croissance des salaires horaires moyens (1998-2017)



Encore l'impact de la démographie

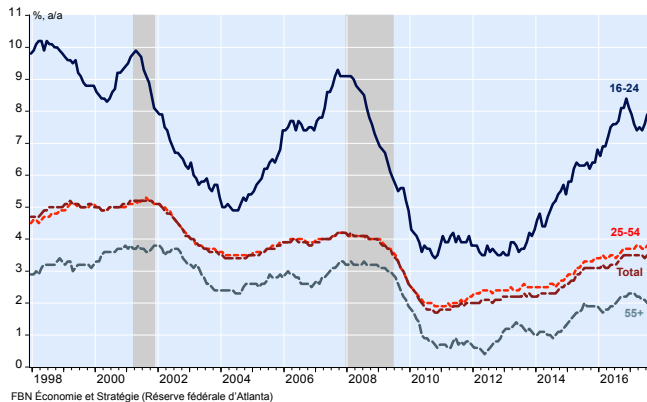
La croissance annuelle du salaire horaire moyen est un indicateur qui permet de jauger la hausse de la facture salariale des employeurs et donc les tensions inflationnistes dans l'économie. Toutefois, cette mesure est imparfaite pour évaluer le pouvoir de négociation des travailleurs. À ce sujet, la Réserve fédérale de San Francisco a publié en août une note¹ qui défend l'idée que le marché du travail actuel est en bien meilleure posture, comme le laissent penser certains indicateurs. En effet, les auteurs expliquent que ceux qui entrent sur le marché soit pour la première fois soit après une période sans emploi ont tendance à gagner des salaires moins élevés que la moyenne. Autrement dit, il se peut qu'un marché du travail vigoureux affichant de fortes créations d'emplois comprime les salaires moyens. De plus, beaucoup de *baby-boomers* prennent progressivement leur retraite à des salaires beaucoup plus élevés que ceux des nouveaux venus sur le marché du travail, ce qui freine l'évolution du salaire moyen.

Un autre phénomène relié au vieillissement de la population contribue à limiter la hausse des salaires moyens. En effet, historiquement, les salaires des travailleurs de 55 ans et plus croissent moins que ceux des autres. Cela peut s'expliquer en partie par un taux de rotation bien plus faible du groupe des aînés que celui des autres travailleurs (graphiques).

¹ http://www.frbsf.org/our-district/about/sf-fed-blog/wage-growth-good-news/?utm_source=frbsf-sffedblog-landing-title&utm_medium=frbsf&utm_campaign=sffedblog

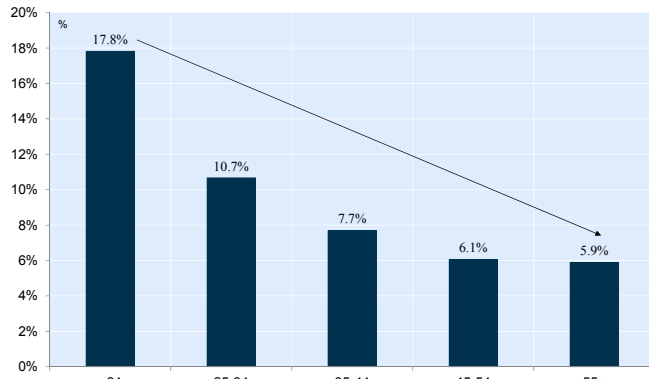
États-Unis : Moins de hausses de salaire pour les travailleurs plus âgés

Croissance du salaire médian



États-Unis : Moins de rotation des salariés plus âgées

Rotation de la main-d'œuvre par groupe d'âge (période de 12 mois terminée au T1 2016)

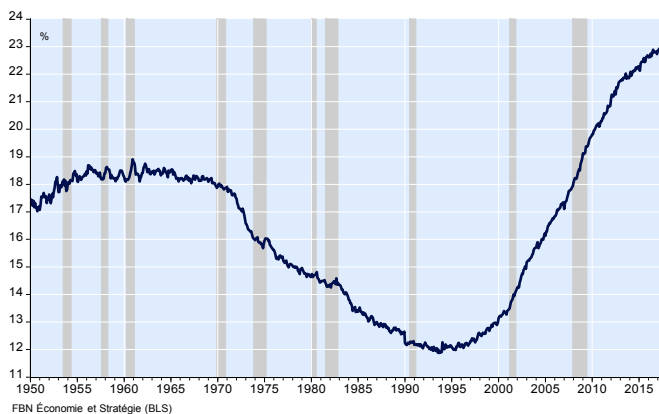


FBN Économie et Stratégie (données du BLS)

Par ailleurs, on constate également des taux de chômage beaucoup plus bas pour ce groupe de travailleurs que pour les autres. La proportion de travailleurs de 55 ans et plus a pratiquement doublé depuis les années 1990. Un tel changement a des conséquences considérables pour le marché du travail et peut affecter la relation entre le taux de chômage et la croissance des salaires moyens dans le temps.

États-Unis : Le groupe des 55 ans et plus en perspective

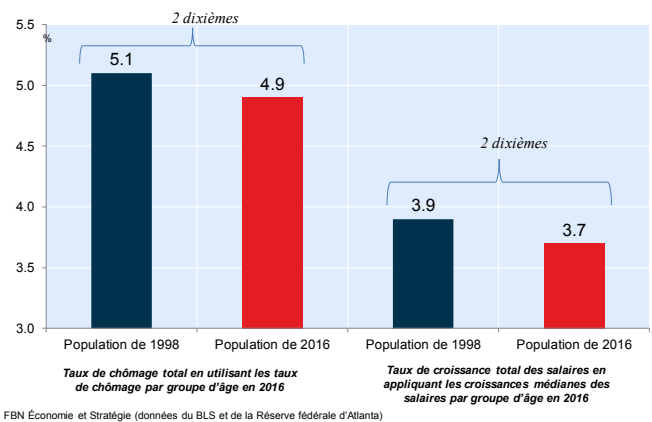
Part des travailleurs de 55ans et plus du marché du travail



FBN Économie et Stratégie (BLS)

Pour illustrer ce propos, nous présentons quelques simulations. En appliquant les taux de chômage par groupe d'âge de 2016 à la structure de population qui prévalait il y a 20 ans, nous obtenons un taux de chômage supérieur de deux dixièmes à son niveau observé en 2016 (graphique). Autrement dit, même si le marché du travail est dans un état similaire en termes de taux de chômage par groupe d'âge, le vieillissement de la population pousse les taux de chômage structurellement vers le bas. Un phénomène similaire se produit pour les augmentations salariales. En appliquant les hausses médianes des salaires horaires par groupe d'âge de 2016 à la structure de la population de 1998, on obtient des croissances salariales également supérieures de deux dixièmes au chiffre calculé pour 2016 (graphique). Cela démontre que l'économie américaine, comme bien d'autres économies avancées, est destinée à avoir des taux de chômage plus bas que par le passé et simultanément une progression plus faible du salaire horaire moyen.

États-Unis : L'effet de la démographie est considérable



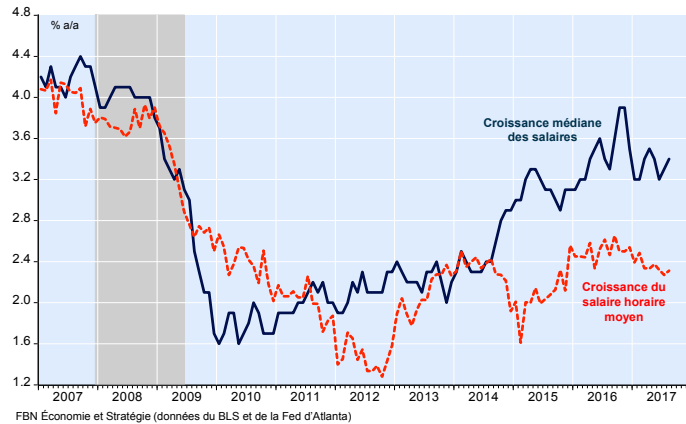
FBN Économie et Stratégie (données du BLS et de la Réserve fédérale d'Atlanta)

Le pouvoir de négociation dans tout cela?

Pour ces différentes raisons, afin de juger si les travailleurs ont perdu du pouvoir de négociation par rapport au passé, il vaut mieux se tourner vers les croissances médianes des salaires qui ne sont pas affectées par les va-et-vient sur le marché du travail.

Différents indicateurs d'inflation salariale, différents messages

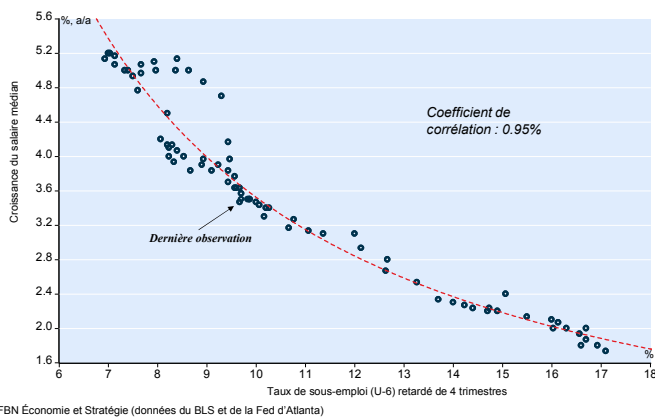
Croissance médiane des salaires et croissance du salaire horaire moyen



Il est stupéfiant de voir une si forte corrélation entre le taux de sous-emploi et la croissance médiane des salaires au cours des 20 dernières années (95%). Qui plus est, la croissance observée au cours de la dernière année est tout à fait conforme à la relation historique avec la situation du marché du travail (graphique). Contrairement à ce que certains affirment, les travailleurs s'en tirent aussi bien que par le passé et gagnent progressivement du pouvoir de négociation des salaires à mesure que le marché du travail s'améliore. Autrement dit, la courbe de Phillips demeure valide.

États-Unis : Avec les bons indicateurs, la courbe de Phillips est valide

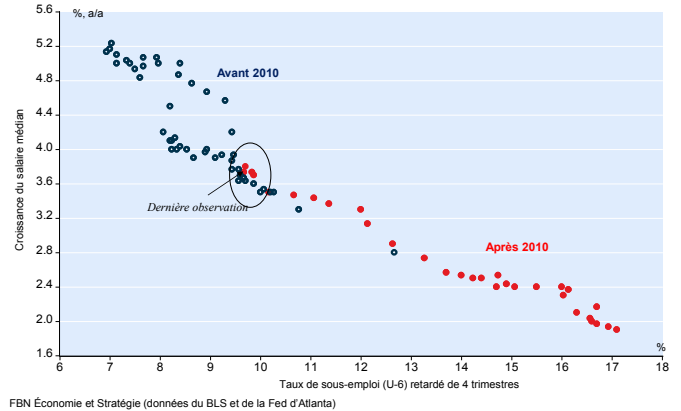
Phillips : Relation entre le taux de sous-emploi et la croissance du salaire médian (1998-2017)



Qu'en est-il des différentes catégories d'âge? La cohorte principale des travailleurs, c'est-à-dire celle des 25 à 54 ans, s'en tire bien également sur une base historique, affichant des croissances de salaire cohérentes avec l'état du marché du travail.

États-Unis : La principale catégorie d'âge sans problèmes

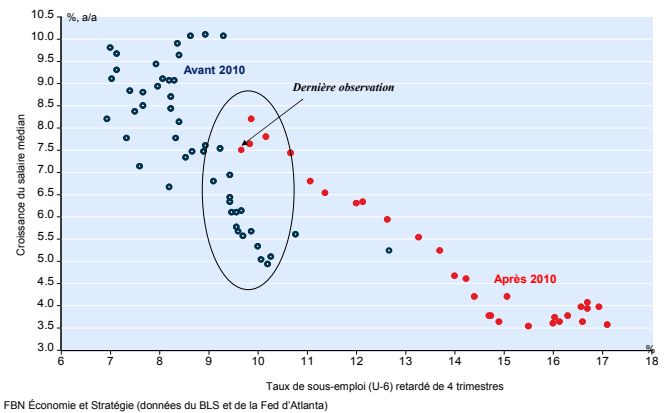
Phillips : Relation entre le taux de sous-emploi et la croissance du salaire médian des 25-54 ans (1998-2017)



Le constat diffère en ce qui a trait à la cohorte des plus jeunes. En effet, les 16 à 24 ans affichent dans la présente expansion des croissances salariales supérieures à ce que suggérerait la courbe de Phillips avant la crise (graphique).

États-Unis : Les plus jeunes s'en tirent bien mieux qu'avant

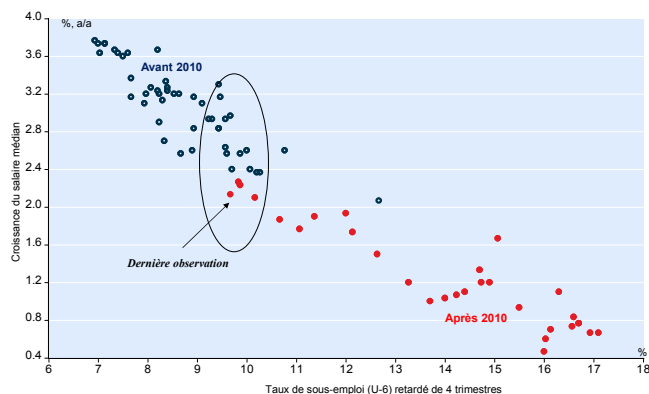
Phillips : Relation entre le taux de sous-emploi et la croissance du salaire médian des 16-24 ans (1998-2017)



Au contraire, les travailleurs de 55 ans et plus n'arrivent plus à négocier des hausses des salaires comme c'était le cas avant la grande récession. Il y a lieu de penser que cela reflète une stratégie pour maximiser leurs chances de conserver leurs emplois plutôt que de maximiser leurs augmentations de revenus à court terme, et ce dans un contexte d'évolution technologique rapide.

États-Unis : Les plus âgés ont le plus de difficultés

Phillips : Relation entre le taux de sous-emploi et la croissance du salaire médian les plus de 55 ans (1998-2017)



FBN Économie et Stratégie (données du BLS et de la Fed d'Atlanta)

année. En ce sens, une accélération de l'inflation de base est envisageable d'autant plus que l'effet déflationniste des prix à l'importation s'estompe.

Cela dit, il ne faut pas craindre outre mesure un emballement de l'inflation, car c'est la progression du salaire horaire moyen qui contribue ultimement à générer ou non de l'inflation. Compte tenu de la transition démographique en cours, il est clair qu'il faudra des taux de chômage par groupe d'âge beaucoup plus bas que par le passé pour générer le même niveau d'inflation. La Réserve fédérale peut donc continuer de poursuivre son processus de normalisation de façon graduelle.

Matthieu Arseneau

Conclusion

Malgré une amélioration notable du marché du travail américain, l'inflation continue de surprendre par sa faiblesse. Il est vrai que la croissance du salaire moyen demeure inférieure à sa norme historique compte tenu de la situation du marché du travail. Est-ce que cela implique que les travailleurs ont perdu de leur pouvoir de négociation et que la courbe de Phillips est devenue désuète ou a radicalement changé? Non. Il s'avère que ceux qui entrent sur le marché du travail soit pour la première fois soit après une période sans emploi ont tendance à gagner des salaires moins élevés que la moyenne des travailleurs, ce qui limite la progression du salaire moyen. Beaucoup de *baby-boomers* prennent aujourd'hui leur retraite à des salaires bien plus élevés que ceux des nouveaux venus sur le marché du travail. Afin de purger ces mouvements de va-et-vient qui peuvent masquer la capacité réelle des travailleurs de négocier des hausses salariales, mieux vaut analyser la croissance médiane des salaires. Cet indicateur affiche un coefficient de corrélation de 95% avec le taux de sous-emploi au cours des 20 dernières années. La croissance médiane observée au deuxième trimestre de 2017 est tout à fait conforme à cette relation historique contredisant ceux qui laissent entendre que les travailleurs peinent plus que par le passé dans le contexte actuel. Toutefois, nous notons par contre des différences en fonction de l'âge. Les travailleurs de 55 ans et plus n'arrivent pas à négocier des hausses de salaire comme par le passé alors que c'est l'inverse pour les plus jeunes qui semblent avoir la cote en ce moment.

Qu'est-ce que cela signifie pour la conduite de la politique monétaire? Comme nous l'avons démontré, la croissance médiane des salaires de la dernière année est cohérente avec le taux de sous-emploi d'il y a un an à 9.7% et tout indique qu'un marché du travail en meilleure posture continue de générer des croissances salariales plus fortes. Depuis un an, le taux de sous-emploi a baissé de 1.2 point de pourcentage ce qui laisse entrevoir une augmentation de la croissance médiane des salaires de 3.5% à 4.3% au cours de la prochaine

Économie et Stratégie

Bureau Montréal
514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto
416 869-8598

Warren Lovely

DG, recherche et stratégie secteurs publics
warren.lovely@bnc.ca

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au sujet de titres ou de sociétés.

FBN rémunère ses analystes de recherche à partir de sources diverses. Le service de recherche constitue un centre de coûts financé par les activités commerciales de FBN, notamment les Ventes institutionnelles et opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation corrépondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche.

Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication. Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les titres décrits dans les présentes ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira, de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (Eligible Counterparties) et clients professionnels (Professional Clients) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de HK : En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener une activité réglementée de type 1 (négociation de valeurs mobilières), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments.

Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris FBN, n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.