

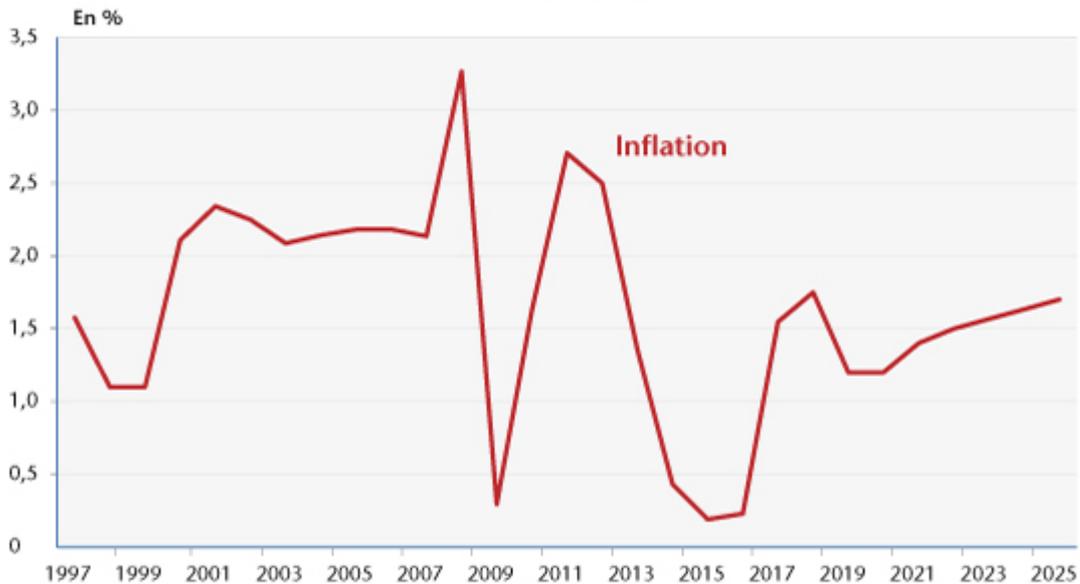
# Pourquoi l'inflation européenne est-elle si faible ?

par [Stéphane Auray](#) et [Edouard Challe](#)

En septembre 2019, la Banque centrale européenne (BCE) annonçait une relance de ses politiques « non conventionnelles », incluant, en sus de l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) et des opérations ciblées de refinancement à long terme (*targeted long-term refinancing operations*, TLTRO), une baisse du taux des facilités de dépôts [\[1\]](#) avec une tranche de monnaie de réserve exonérée des taux négatifs de manière à limiter le coût des réserves pour les banques. Ce nouveau round de politiques accommodantes s'imposait en raison du contexte macroéconomique, marqué par un ralentissement de l'activité en zone euro et un décrochage de l'inflation.

Au début des années 2000, le taux d'inflation oscille autour de 2% et ne connaît que de légères fluctuations jusqu'à 2007 où il atteint son maximum d'avant-crise (voir le graphique 1). Il s'effondre ensuite pendant la « Grande Récession » (2008-2009) puis la crise des dettes souveraines (2011-2013). À ce jour, le taux d'inflation de la zone euro est toujours inférieur à celui d'avant 2008. Au total, entre 1999 (l'année de création de l'euro) et 2019, l'inflation moyenne en zone euro aura été relativement faible (1,7% en moyenne), et tout particulièrement depuis 2009 (1,3% en moyenne). Autrement dit, la BCE ne semble pas avoir atteint son [objectif](#), explicité dès 2003, d'un taux d'inflation des prix à la consommation « inférieur à, *mais proche de*, 2 % ». Pourquoi cela ?

Graphique 1. Évolution de l'indice harmonisé des prix à la consommation en zone euro



Sources : Eurostat (1997-2019) et ECB Survey of Professional Forecasters (2020-2025).

D'après la théorie économique, la faiblesse de l'inflation reflète celle des coûts de production, et donc de la demande agrégée : un niveau de demande faible se traduit par une moindre tension sur les facteurs de production (travail, capital, énergie, matières premières, ...) et donc, toutes choses égales par ailleurs, une moindre croissance de leurs prix. La pression concurrentielle conduit alors les entreprises à répercuter ces faibles coûts sur leurs prix de vente, ce qui engendre une désinflation des prix. À l'inverse, une expansion économique engendre mécaniquement des tensions sur les facteurs de production et donc une hausse de leur coût, laquelle est répercutée sur les prix de vente des entreprises et fait monter le niveau général des prix. C'est la logique de la « courbe de Phillips », qui constitue l'un des blocs fondamentaux de la macroéconomie monétaire depuis les années 1960.

Ainsi, lorsque la banque centrale perd le contrôle de l'inflation, c'est avant tout parce qu'elle a perdu le contrôle de la demande agrégée. De ce point de vue, les pressions déflationnistes en zone euro ne sont que le reflet de l'incapacité de la BCE à relancer suffisamment la demande.

Une explication alternative (et plausible) à la faiblesse de l'inflation est que la BCE parvient à stimuler la demande par ses politiques accommodantes, mais que la répercussion des variations de la demande sur les coûts de production, et donc en définitive sur le niveau général des prix et l'inflation, serait plus faible que par le passé – voire aurait complètement disparu. Selon les partisans de cette théorie, la « pente de la courbe de Phillips » serait devenue proche de zéro en zone euro, ce qui expliquerait la perte de contrôle de l'inflation par la BCE. S'il fait certes peu de doute que la pente de la courbe de Phillips s'est réduite aux États-Unis [depuis les années 1980](#), des travaux empiriques récents conduisent néanmoins à nuancer le constat de la « mort » de la courbe de Phillips, tant aux [États-Unis](#) qu'en [zone euro](#). Une autre caractéristique de la courbe de Phillips, indépendante de sa pente, pourrait également expliquer la faiblesse de l'inflation européenne : on sait depuis la [conférence présidentielle](#) de Milton Friedman au congrès de 1967 de l'*American Economic Association* que la courbe de Phillips fait

intervenir l'inflation  
*anticipée*, en sus des tensions sur  
les coûts de production, comme déterminant de l'inflation  
réalisée. Donc si  
l'inflation anticipée décroche de sa cible alors elle tire  
vers le bas  
l'inflation *réalisée*, indépendamment  
du niveau de la demande. Cette inquiétude est légitime mais  
elle soulève deux  
questions. Tout d'abord, les [prévisionnistes](#)  
[professionnels](#) régulièrement interrogés par la BCE prévoient  
une lente remontée  
de l'inflation à l'horizon 2025 ; le décrochage des  
anticipations  
d'inflation ne saute donc pas aux yeux. Ensuite, si la pente  
de la courbe de  
Phillips n'est pas nulle, l'effet d'un décrochage des  
anticipations d'inflation  
sur l'inflation réalisée devrait pouvoir être compensé par une  
relance  
suffisamment prononcée de la demande.

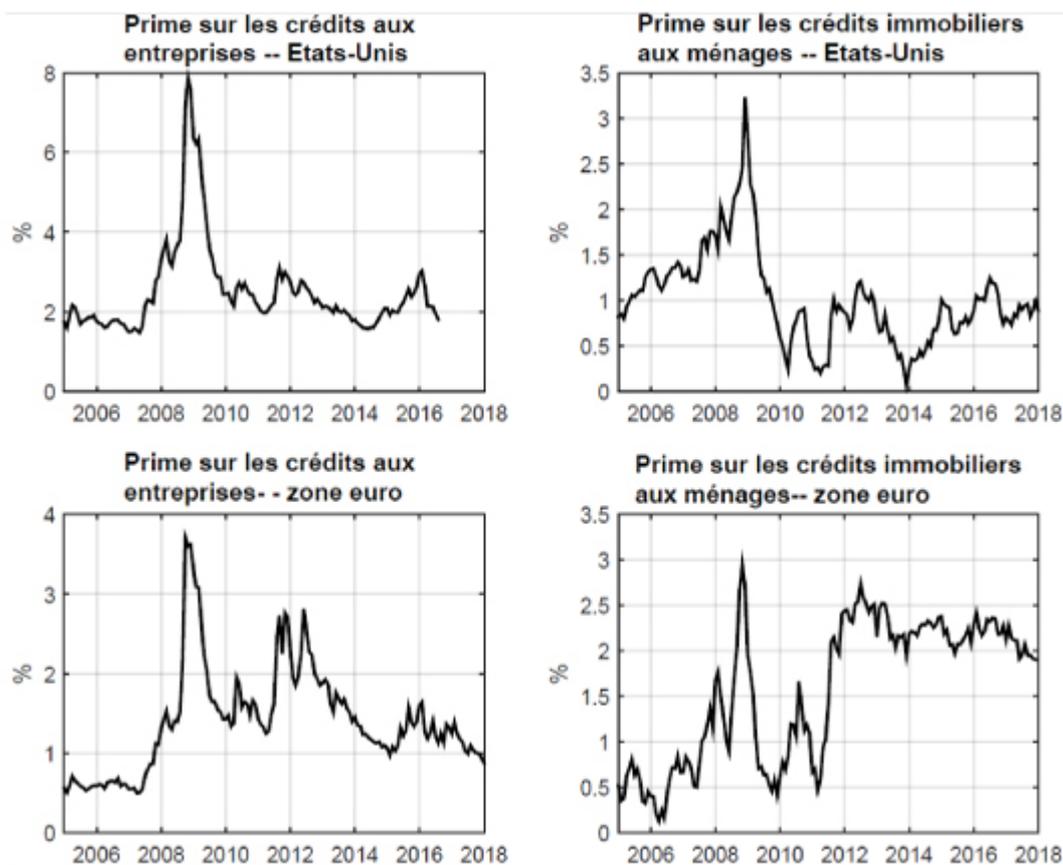
Enfin, indépendamment des discussions  
autour de la forme de la courbe de Phillips, certains  
commentateurs avancent  
parfois des raisons « structurelles » aux pressions  
déflationnistes  
de la dernière décennie, plutôt que de l'attribuer à la  
faiblesse de la demande,  
ou à la moindre transmission des tensions sur la demande aux  
coûts. Selon cette  
théorie, la pression concurrentielle à laquelle sont soumises  
les entreprises  
se serait intensifiée, notamment en raison de l'ouverture au  
commerce  
international et des nouvelles technologies. Cette concurrence  
accrue forcerait

les entreprises européennes (et mondiales) à comprimer leurs marges, ce qui exercerait une pression baissière permanente sur les prix. Ces mécanismes ne peuvent pourtant pas expliquer la faiblesse de l'inflation en zone euro. En effet, le prix de vente d'une entreprise est (tautologiquement) le coût unitaire de production multiplié par le facteur de marge. La pression concurrentielle peut certes faire baisser le facteur de marge, mais cela ne peut être que très progressif, et surtout *transitoire* puisque le facteur de marge ne peut tomber en dessous de 1 (sans quoi le prix de vente serait inférieur au coût unitaire de production et l'entreprise aurait intérêt à fermer). Enfin, et c'est là le plus important, cette baisse graduelle du facteur de marge devrait pouvoir être compensée par une variation du coût unitaire de production, dont on vient de voir qu'il dépendait de la demande agrégée. Ainsi, une banque centrale ciblant un certain niveau d'inflation (ce qui est le cas de la BCE, ainsi que de la majorité des grandes banques centrales) devrait en principe pouvoir annuler tout effet de la baisse tendancielle des marges sur les prix en stimulant suffisamment la demande agrégée. Tout ceci nous ramène au point de départ : pour comprendre l'excès de déflation (ou du moins de désinflation) en zone euro, il nous faut comprendre pourquoi la demande agrégée y est trop faible, et pourquoi la BCE ne

parvient pas à la relancer.

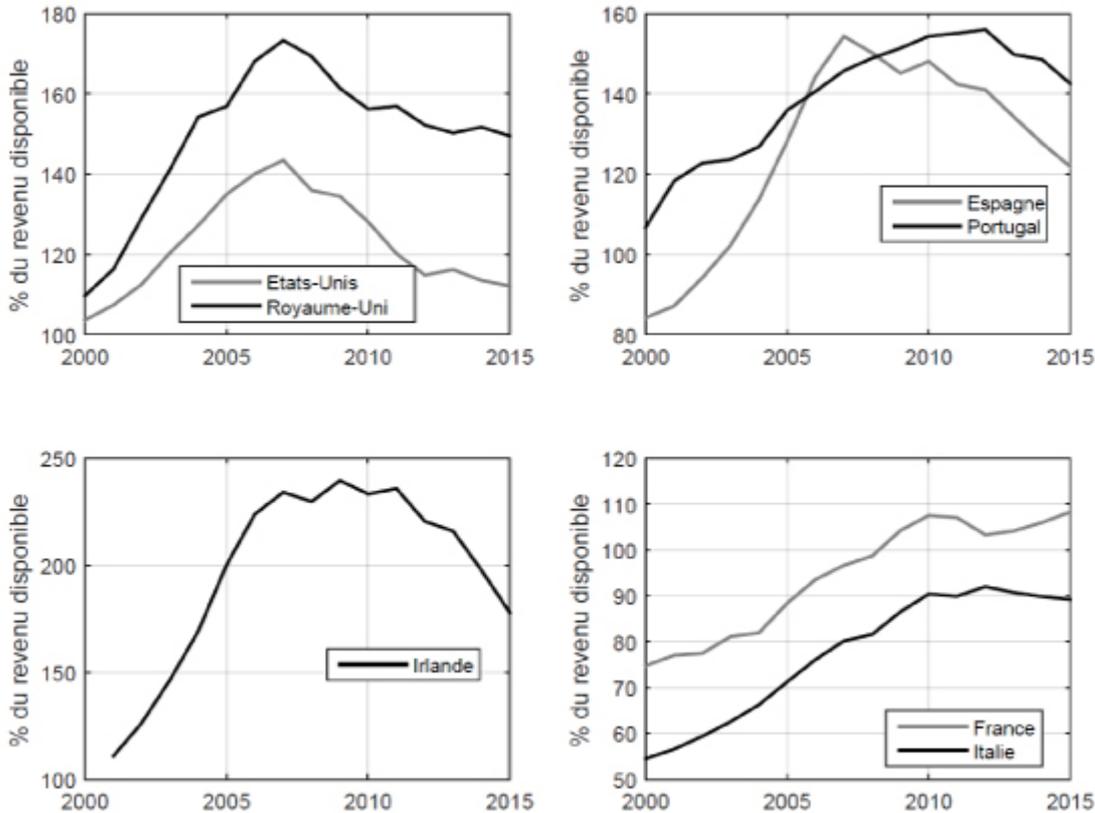
L'origine de la crise économique qui a frappé l'économie mondiale à partir de 2008 est aujourd'hui assez bien comprise. Au départ, un choc financier de grande ampleur a provoqué une explosion des primes de crédit (voir graphique 2), accompagnée, dans un certain nombre de pays, d'une phase de désendettement des ménages (graphique 3). La hausse des primes de crédit limite l'activité des emprunteurs risqués (ménages et entreprises), et le désendettement des ménages freine mécaniquement et durablement leur demande de consommation, tant en biens durables qu'en biens non durables. Par ailleurs, en zone euro, le choc initial de 2008-2009 a été prolongé par la [crise des dettes souveraines](#), laquelle a provoqué une retombée en récession à partir de 2011. Sans remèdes adéquats, les chocs de demande négatifs de ce type ont tendance à s'amplifier d'eux-mêmes car ils font augmenter le chômage, ce qui fait baisser le revenu, la demande de consommation, et ainsi de suite – selon la logique du fameux « multiplicateur keynésien ». Ce faisant, ces chocs entraînent une pression baissière durable sur la production et sur l'inflation.

**Graphique 2. Primes de crédit sur les crédits aux entreprises et sur les crédits immobiliers aux ménages**



Sources : Gilchrist and Zakrajsek (Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations, American Economic Review, 2012), Gilchrist and Mojon (Credit Risk in the Euro Area, Economic Journal, 2018), Banque Centrale Européenne, Freddie Mac, Board of Governors of the Federal Reserve System, et calculs des auteurs.

Graphique 3. Endettement et désendettement des ménages



Source : OCDE.

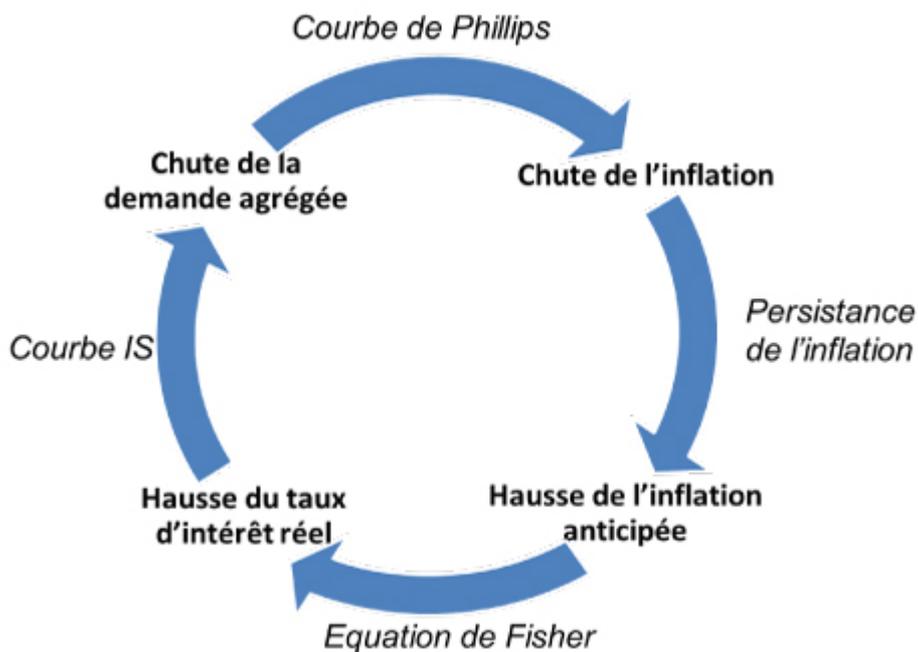
Selon la théorie (et la pratique) de la politique monétaire *conventionnelle*, il est à la fois souhaitable et possible de contrer efficacement de tels chocs de demande négatifs : il suffit que la banque centrale ajuste sa « posture » (*stance*) en penchant de manière suffisamment prononcée contre le vent de la déflation (en baissant ses taux directeurs, qui sont des taux d'intérêt nominaux à court terme). La banque centrale doit alors être suffisamment « réactive » : elle doit faire varier ses taux directeurs (qui sont des taux d'intérêt *nominaux*) plus de un pour un en réponse aux variations du taux d'inflation, de sorte que le taux d'intérêt *réel* (c'est-à-dire le taux d'intérêt nominal moins l'inflation) chute lorsque l'inflation baisse, et inversement. C'est seulement sous cette condition que la banque centrale peut stimuler la demande agrégée et donc relever le taux d'inflation à la suite d'un choc de demande négatif (et inversement comprimer la demande lorsque l'inflation est trop élevée). La BCE s'est précisément engagée dans cette politique conventionnelle au début de la crise, en baissant ses différents taux directeurs de plus de

300 points de base en moins d'un an à partir de l'été 2008 ; puis de nouveau à partir de 2009, pour finalement atteindre un taux de 0% sur les opérations principales de refinancement (et -0,5% sur les réserves excédentaires, hors exemption, depuis septembre dernier).

Une fois ce stade atteint, il devient risqué de s'engager en territoire négatif de manière encore plus agressive, notamment en baissant davantage le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires, car les banques pourraient en principe massivement demander à la banque centrale la conversion de leur monnaie de réserve (qui est électronique et inscrite au compte de la banque auprès de la banque centrale) en billets de banques physiques, dont la rentabilité nominale est de... 0% ! Rappelons simplement ici qu'un billet ne change pas de valeur nominale au cours du temps. Ainsi, une fois atteinte la « borne zéro » sur les taux d'intérêt, la banque centrale devient « passive » et non plus active car ses taux d'intérêt directeurs (collés à zéro, ou à des valeurs proches de zéro) ne peuvent plus répondre de manière suffisamment prononcée aux variations de l'inflation autour de sa cible. Un cercle vicieux se met alors en place, qui tend à entretenir la faiblesse de la demande agrégée et de l'inflation (cf. graphique 4) : comme le taux d'intérêt nominal ne baisse plus suffisamment à la suite des pressions déflationnistes, celles-ci engendrent une hausse du taux d'intérêt réel (d'après la relation de Fisher), laquelle affaiblit encore plus la demande agrégée (selon logique de la courbe IS). La baisse de la demande *renforce* les pressions déflationnistes initiales (en raison de la courbe de Phillips), ce qui conduit les agents économiques à anticiper une inflation faible, élève encore davantage le taux d'intérêt réel, et ainsi de suite. C'est pourquoi il est si difficile de redresser l'inflation et ses anticipations dans cette configuration macroéconomique, qui est celle dans laquelle se débat la zone euro depuis déjà un certain nombre d'années. Si les différentes politiques non conventionnelles mises en œuvres par la BCE ont permis de

limiter la spirale déflationniste, elles n'ont pu totalement en éliminer les effets.

Graphique 4. La spirale déflationniste



Source : auteurs.

[i] La Banque centrale européenne a trois taux directeurs officiels : (i) le [taux sur la facilité de dépôt](#), auquel est rémunérée la monnaie de réserve excédentaire que les banques détiennent sur leur compte auprès de la banque centrale ; (ii) le [taux sur les opérations principales de refinancement](#), auquel se refinancent les banques, contre collatéral, à échéance d'une semaine; et (iii) le [taux d'intérêt sur les prêts marginaux](#), qui est le taux débiteur auquel les banques peuvent emprunter en urgence et au jour le jour auprès de la BCE.

---

# Augmenter les cotisations retraites est-il sans effet sur l'emploi ?

par [Xavier Timbeau](#)

Dans [un post récent et éclairant sur le site de Médiapart](#), Clément Carbonnier, chercheur et enseignant en économie, discute des inégalités qui découleraient du nouveau système de retraite et de la difficulté à en anticiper l'ampleur. Analysant les pistes de financement pour les retraites, il déploie un argument choc : la hausse des taux de cotisations retraite n'aurait pas d'effet sur l'emploi. C'est un résultat fort puisqu'il implique que les efforts consentis pour abaisser le coût du travail, une demande ancienne et constante des employeurs, auraient été produits en vain. CICE (crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi), pacte de responsabilité, allègements généraux de cotisations sociales sont autant de dispositifs dont Clément Carbonnier suggère que seuls les volets bas salaires auraient produit des effets mais qui au total sont très peu efficaces pour l'emploi.

À la base de son argument, plusieurs autorités sont mobilisées. Des études réalisées par deux laboratoires, le TEPP[1] et le LIEPP[2], sous le pilotage de France Stratégie, concluent à des effets presque nuls sur l'emploi ([rapport du Comité de Suivi du CICE, 2017](#)). La divergence relative entre les résultats des deux équipes a été arbitrée par l'INSEE et exposée dans le [rapport 2018 du Comité de suivi du CICE](#). Les conclusions de ces études et de la synthèse de l'INSEE sont riches d'enseignements et procèdent d'une méthodologie maîtrisée, employée couramment dans l'évaluation des politiques publiques : l'évaluation *ex-post* en utilisant un groupe de bénéficiaires et un groupe de contrôle[3] et comparer le destin de ces deux groupes pour identifier l'effet de la réforme.

### **A quelques détails**

**près.** Premièrement, le CICE n'a pas été mis en place en faisant en sorte qu'il y ait un groupe de bénéficiaires d'un côté et de l'autre un groupe témoin. Cela aurait été la configuration idéale (ou presque, voir infra) pour mesurer l'effet du CICE, si les deux groupes avaient été tirés au sort. On parle de *Randomized Controlled Trial* (RCT), largement appliqué en médecine et en pharmacologie. Cette méthode a valu le [prix en sciences économiques en mémoire à Alfred Nobel à Esther Duflo](#) pour ses applications

fructueuses à de nombreuses questions de politiques publiques, notamment dans le cadre de l'économie du développement[4].

Même lorsque les deux groupes sont tirés rigoureusement au sort, la méthode repose sur quelques hypothèses fortes puisqu'on n'observe jamais ce qui se serait passé pour le groupe des bénéficiaires en l'absence de politique. On l'infère à partir de ce qui se passe pour le groupe témoin, ce qui suppose qu'il n'y ait d'effet de la mesure que sur les individus (ou les entreprises) traités.

Pour pallier cette absence d'assignation aléatoire, on raisonne par ce qu'on appelle une expérience naturelle : le tirage au sort n'est pas intentionnel, mais le traitement a été pris de façon suffisamment diverse pour qu'on puisse reconstruire des groupes aléatoires. Par exemple, un médicament est interdit en dessous d'un certain âge et en séparant les individus juste au-dessus et juste au-dessous de cet âge limite, on peut espérer construire des groupes pseudo-aléatoires. Malheureusement pour le CICE (et c'est le deuxième point), cette approche est impossible : toutes les entreprises (soumise à l'impôt sur les sociétés) étaient éligibles au CICE et prendre comme groupe de contrôle les associations à but non lucratif ou les administrations publiques n'aurait aucun sens. Sans cette option, il faut

essayer de contourner l'obstacle.

La méthode d'évaluation *ex post* du CICE utilisée est une forme encore plus dégradée de la méthode d'indentification par RCT. Ne disposant ni d'un groupe de contrôle choisi aléatoirement, ni de la possibilité de le reconstruire à partir des observations, c'est l'intensité de traitement qui est employée pour mesurer les effets du CICE. Certaines entreprises reçoivent un montant de CICE plus élevé que d'autres et c'est sur la base de ces différences que l'on espère pouvoir identifier un effet du CICE. Si le CICE était un médicament et les entreprises des patients traités par ce médicament, on chercherait à mesurer les effets du médicament non pas en séparant d'un côté ceux qui ont pris le médicament et de l'autre ceux qui ne l'ont pas pris (en s'arrangeant pour que la décision de prise du médicament soit « aléatoire »), mais en différenciant ceux qui ont pris une dose de ceux qui en ont pris davantage. Cette approche ne peut fonctionner que si on est sûr que l'effet du traitement est proportionnel à la dose prise et c'est une hypothèse analogue qui a été retenue pour l'évaluation du CICE.

Cet empilement d'hypothèses affaiblit la capacité de la méthode à produire un résultat utilisable. Mais la première est centrale : il est difficile de penser que dans un environnement concurrentiel ce qui arrive à une entreprise n'a pas d'impact sur les autres [\[5\]](#).

Baisser les coûts d'une entreprise réduira l'activité chez ses concurrentes si elles ne bénéficient pas elles-mêmes de la même mesure ; Clément Carbonnier oublie un peu vite une [étude pourtant pas si ancienne de Pierre Cahuc et Stéphane Carcillo](#) sur une population très particulière qui concluait à un effet tellement massif des baisses de charges sur les bas salaires qu'il impliquerait un effet important pour un dispositif qui n'est pas concentré. Utilisant le dispositif « zéro charge » pour les entreprises de moins de 10 salariés, les auteurs montraient un très fort effet pour les entreprises juste en deçà de 10 salariés par rapport à celles juste au-dessus. L'effet exhibé est un effet différentiel, potentiellement différent de l'effet agrégé sur l'ensemble de la population des entreprises. Supposer que les entreprises sont comme des individus néglige les interactions entre les entreprises, essence même d'une économie de marché.

Toujours sous la houlette de France Stratégie, d'autres analyses ont été conduites [\[6\]](#), employant la même méthode – en cherchant à exploiter l'intensité de traitement au CICE pour en identifier les effets, mais sur des données de branche. Si l'on perd beaucoup d'observations, passant de plusieurs dizaines de milliers à quelques dizaines, et donc de puissance statistique, on gagne sur un plan : au lieu de considérer des « atomes » insaisissables

dont

la taille varie au gré du traitement et des interactions avec les

« atomes » concurrents, on peut considérer avec un peu plus d'assurance que les secteurs agrègent la plupart de ces dynamiques et sont un

objet d'étude plus robuste. Ces analyses concluent à un effet du CICE sur

l'emploi, significativement différent de 0. Le résultat n'est pas très précis,

mais il est probable que le changement dans le niveau d'observation suffise à améliorer

la capacité de la méthode à identifier un effet du CICE.

Toujours est-il que ne pas mesurer un effet ne veut pas dire que cet effet est inexistant. Considérer que l'absence de résultats tranchés à

des méthodes qui reposent sur des hypothèses qui sont intuitivement très loin

d'être satisfaites ressemble un peu à un jeune enfant qui se cache en fermant

les yeux : si je ne vois rien, personne ne me voit. Appuyer cette naïveté

déconcertante par des arguments d'autorité ne la rend pas plus convaincante,

bien au contraire.

Conclure ainsi de l'échec de la mesure des effets du CICE à

l'échec du CICE et de cet échec au fait qu'augmenter les cotisations retraites

n'aurait pas d'effet sur l'emploi ou toute autre variable d'intérêt est en opposition

avec une kyrielle d'analyses [\[7\]](#).

Argument d'autorité n'est pas autorité de l'argument.

---

[\[1\]](#)

Fédération de recherche CNRS « Travail, emploi et politiques publiques » (FR CNRS n° 3435).

[\[2\]](#)

Laboratoire interdisciplinaire d'évaluation des politiques publiques, Science Po Paris, à laquelle Clément Carbonnier est rattaché.

[\[3\]](#) Le groupe

de bénéficiaires reçoit la mesure (on parle de traitement) alors que le groupe de contrôle, dont les individus sont « proches » de ceux du groupe de bénéficiaires, ne reçoit pas la mesure (ou le traitement).

[\[4\]](#) Il y a

néanmoins des limites notables aux RCT (voir [ici](#)).

[\[5\]](#) Un autre

canal de « contagion » passe par le financement de la mesure. Si cette contagion par le financement n'est pas corrélée au traitement, elle n'empêche pas la mesure du traitement. Cette hypothèse s'ajoute aux autres.

[\[6\]](#) Par

l'OFCE, ces résultats seront publiés dans le rapport du Comité de suivi 2020.

[\[7\]](#)La

question de savoir ce qui se passe en cas de hausse de cotisations sociales de façon générale (dans la plupart des pays, la notion de cotisations sociales employeurs n'existe pas) est assez complexe (voir [Melguizo et Gonzalez-Paramo \(2012\)](#) pour une méta analyse, et les travaux récents de [Bozio, Breda,](#)

[Grenet \(2017\)](#) ou [Alvaredo, Breda, Roantree et Saez \(2017\)](#) pour un focus sur le cadre institutionnel français.