

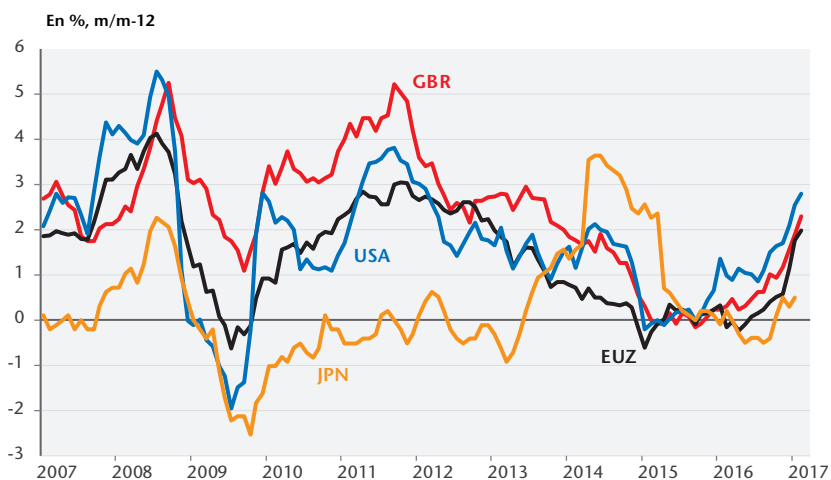
2. Le petit retour de l'inflation

La publication des indices de prix pour février dans les grands pays développés a marqué le retour de l'inflation en territoire positif, après avoir oscillé autour de 0 % durant l'année 2015 (graphique 10). La période de désinflation prononcée entre la mi-2014 et le début de 2016 réplique en partie la trajectoire des indices de prix de l'énergie, composantes de l'indice d'ensemble, marqués par la division par 3 du prix du pétrole. La phase de désinflation liée à l'énergie est toutefois arrivée à son terme, avec la remontée des cours du brut vers 55 dollars au tournant de 2016 et de 2017 depuis son point bas de la mi-janvier 2016 sous les 30 dollars (encadré 1). Ainsi en ce début d'année 2017, l'inflation en glissement annuel s'établit à 2,8 % aux États-Unis, à 2,3 % au Royaume-Uni et à 2 % en zone euro. Au Japon, elle est redevenue positive, 0,5 % en janvier. Néanmoins, ce retour de l'inflation ne reflète pas de tensions inflationnistes comme l'indique l'évolution de l'inflation sous-jacente. Hors effets de l'énergie et des prix alimentaires, l'inflation reste basse en zone euro : inférieure ou égale à 1 % depuis l'été 2013. Elle remonte au Royaume-Uni mais à un niveau modéré (1,4 % en janvier 2017). Il n'y a finalement qu'aux États-Unis, où non seulement l'inflation sous-jacente augmente – depuis le début de l'année 2015 – mais dépasse aussi 2 %.

Les mouvements de change, amples depuis la mi-2014 avec la dépréciation de l'euro contre le dollar jusqu'au début de 2015, et plus récemment de la livre sterling à la suite du Brexit, ont aussi alimenté des hausses de prix. En zone euro, la baisse de la monnaie unique a renchéri le prix des importations autres que l'énergie. Au contraire, l'appréciation du dollar a eu l'effet inverse aux États-Unis. La stabilisation du taux de change de l'euro autour de 1,1 dollar pour 1 euro, et même son nouvel accès baissier vers 1,05 à partir d'octobre 2016, ont répercuté à plein la remontée des cours du brut sur l'inflation en zone euro en 2016. Aux États-Unis, le niveau d'inflation supérieur traduit davantage un effet du dépha-

sage cyclique avec la zone euro, où la croissance est plus faible et le chômage plus élevé, qu'une sur-répercussion des déterminants de l'inflation importée.

Graphique 10. Taux d'inflation dans les pays développés



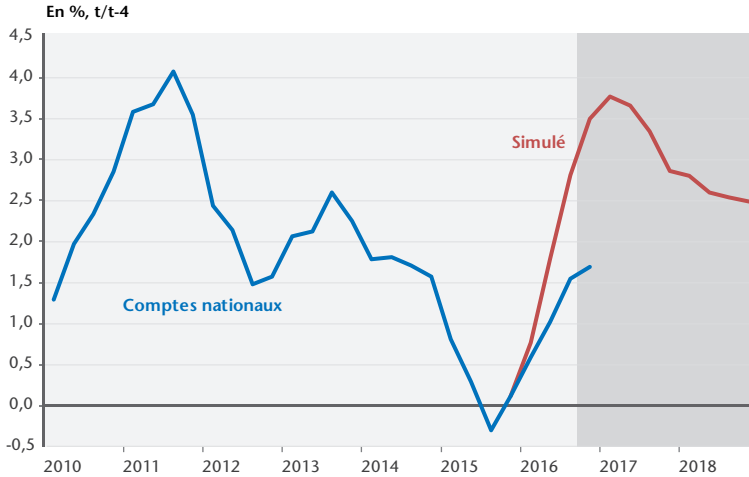
Sources : Eurostat, BLS, ONS, ministère des Affaires intérieures du Japon.

Ce retard à l'allumage devrait toutefois n'être que temporaire. La répercussion intégrale de la hausse des prix d'importation devrait à terme pousser l'inflation d'ensemble largement au-dessus de 3 % au Royaume-Uni, et l'accélération de l'indice mensuel des prix en février de 1,8 % à 2,3 % va dans ce sens. En prévision, l'inertie déjà observée des prix à l'inflation importée et non retracée par la simulation a été prolongée, et le pic d'inflation serait atteint à la fin 2017 (graphiques 11a et b).

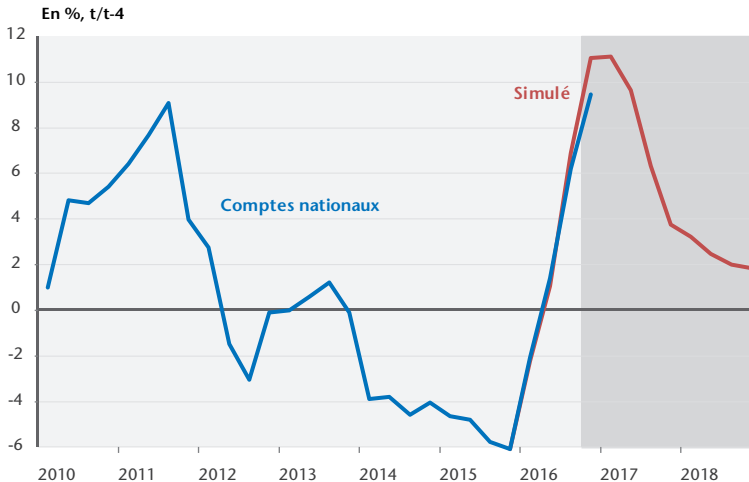
Dans les autres pays, la trajectoire de l'inflation répondra à court terme aux mêmes déterminants extérieurs, la remontée des prix de l'énergie poussant à la hausse les prix d'importation. Les pics d'inflation devraient être atteints dans le courant de 2017 en fonction des trajectoires propres aux pays (graphique 12).

Graphique 11. Inflation au Royaume-Uni

a) Déflateur de la consommation



b) Déflateur des importations

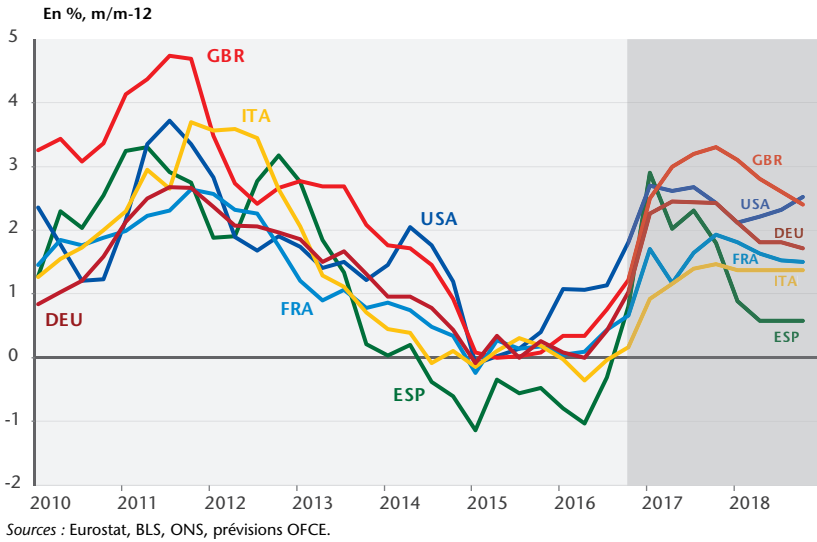


Note : la courbe rouge reprend les résultats des équations en simulation dynamique produites à partir de la fin 2015 sur la base de nos hypothèses.

Sources : ONS, calculs OFCE.

Hormis dans les pays anglo-saxons, l'inflation resterait sous la cible de 2 % à l'horizon 2018. Ces prévisions sont à mettre en rapport avec les indicateurs de marché donnant les anticipations d'inflation dans cinq ans pour les cinq années qui suivent, autrement dit l'inflation moyenne anticipée, au mois de mars 2017, pour les années 2022 à 2027.

Graphique 12. Taux d'inflation dans les pays développés

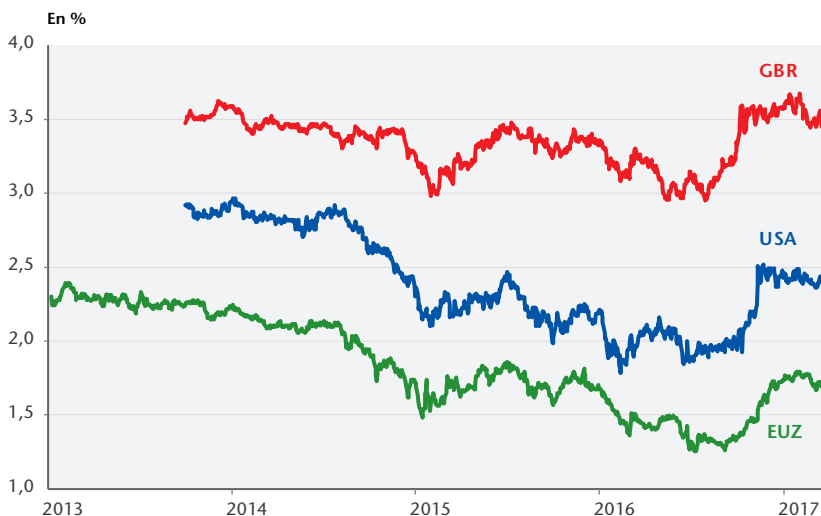


Entre septembre et décembre 2016, les anticipations d'inflation se sont redressées aux États-Unis, au Royaume-Uni et en zone euro, de 0,5 point en moyenne (graphique 13). Cette remontée des anticipations est directement liée à la reprise de l'inflation, notamment à l'inflation pétrolière, mais également à des facteurs spécifiques à chaque zone. Au Royaume-Uni, le vote pour le Brexit en juin 2016 et la dépréciation de la livre ont déjà entraîné la hausse des anticipations d'inflation. Au dernier trimestre 2016, les anticipations se situent au-dessus du seuil de 3,5 %, alors que les agents anticipent l'après-Brexit et ses conséquences monétaires (baisse de la livre sterling) et commerciales (renchérissement du prix des produits importés). Les banques centrales ont été très attentives à l'évolution des anticipations d'inflation, leur remontée témoigne donc d'un ancrage vers leur cible, voire au-dessus pour le Royaume-Uni et les États-Unis, ce qui devrait donc plaider pour une normalisation de la politique monétaire, qui se poursuivra en 2017 et 2018 dans le cas de la Réserve fédérale et qui devrait s'amorcer à partir de mi-2018 pour la BCE et la Banque d'Angleterre.

Aux États-Unis, sous l'effet d'une croissance soutenue et de l'inflation, les anticipations sont également remontées autour de 2,5 %, au-dessus de la cible de 2 % de la Réserve fédérale, et le risque déflationniste semble définitivement écarté. La politique

monétaire des États-Unis est en phase de normalisation, comme en atteste la deuxième hausse des taux directeurs intervenue en l'espace de trois mois.

Graphique 13. Anticipations d'inflation à long terme



Note : il s'agit de mesures de l'inflation anticipée à 5 ans dans 5 ans calculées à partir d'indicateurs de marchés.

Source : Thomson Reuters.

C'est en zone euro que les anticipations sont les plus basses. Même si elles sont un peu remontées autour de 1,7 %, elles restent en-deçà de la cible de 2 % malgré une politique monétaire très accommodante. Le découplage est de plus en plus manifeste avec les États-Unis, qui sont eux en voie de normalisation monétaire.

Encadré 1. Pétrole : un timide rééquilibrage

La fin de l'année 2016 a été riche en rebondissements sur le marché pétrolier, avec deux accords majeurs de baisse de la production.

Le premier accord – l'accord de Vienne – a réuni les pays de l'OPEP, qui ont décidé, le 30 novembre 2016, de retirer 1,2 Mbj (millions de barils par jour) du marché, par rapport à octobre 2016. À la suite de cette décision, l'OPEP a mis en œuvre cet engagement à hauteur de 80 %, et baissé sa production de 1 Mbj entre octobre 2016 et janvier 2017, l'essentiel de l'effort étant porté par l'Arabie saoudite (à hauteur de 0,7

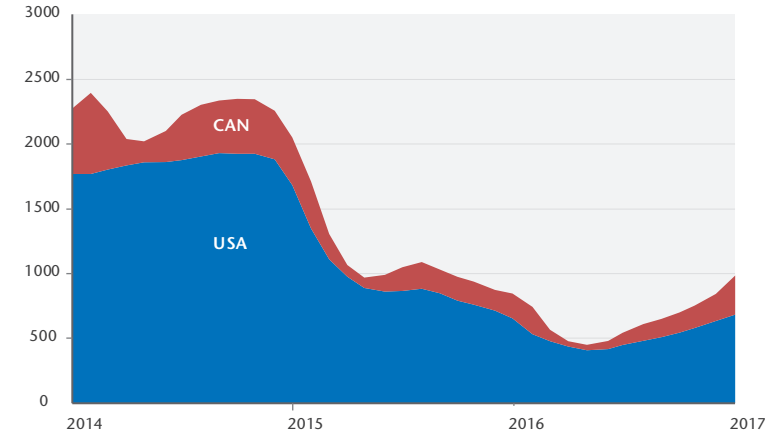
Mbj) et l'Iraq (0,2 Mbj). Cet accord a été un moment-clef, pas forcément en raison de l'ampleur de la baisse, car la cible d'octobre 2016 était une cible très élevée, mais plutôt car l'OPEP a montré sa volonté de revenir à un management actif des prix via les quotas, management qui semblait avoir été abandonné depuis la fin des quotas et la guerre des prix menée par l'Arabie saoudite.

Le second accord, le 10 décembre 2016, a réuni les pays non membres de l'OPEP, notamment la Russie, et a entériné une baisse de production de 0,6 Mbj. Au total, il a ainsi été décidé une baisse de production de 1,8 Mbj, équivalent à 2 % de la production mondiale. Ces deux accords se sont traduits par une hausse du prix du baril, passé de 45,10 à 53,60 dollars entre juillet et décembre 2016. La hausse s'est poursuivie jusqu'en février 2017, avant de s'infléchir en mars, à la suite de plusieurs annonces : la hausse des stocks américains, la croissance de la production américaine plus forte qu'attendu, et les signaux modérés envoyés par l'OPEP quant à une baisse de production au deuxième semestre. Cette baisse rapide du cours du Brent (baisse de 5 dollars la première semaine de mars 2017) ne nous semble pas pérenne. En effet, cette sur-réaction repose sur l'annonce de stocks abondants aux États-Unis ; or, d'autres pays sont dans une situation moins favorable, par exemple la Chine ou le Japon, qui connaissent des niveaux de stocks moins abondants. En outre, il y a un décalage temporel entre la baisse de production de l'OPEP, qui s'est échelonnée entre décembre et février 2017 et l'arrivée du pétrole aux États-Unis (entre 1 mois et demi et deux mois par transport maritime). L'impact de l'accord devrait donc être plus visible en mars-avril 2017.

L'incertitude quant au rythme de croissance de la production américaine

La grande inconnue reste le rythme auquel la production américaine devrait progresser en 2017, puis 2018. Le nombre de foreuses pétrolières en activité progresse depuis le point bas de mai 2016, mais on est encore loin du niveau de 2014 (graphique 14). Certes, grâce à des techniques de forage plus efficaces qui permettent de se concentrer sur les zones les plus productives des gisements (*sweet spots*), la production de chaque nouveau puits augmente. En outre, les coûts de production ont baissé. D'après le US Bureau of Labor Statistics, le coût de production atteignait 60-65 dollars au dernier trimestre 2014, contre 45-50 dollars au dernier trimestre 2016. Ainsi, avec un cours autour de 50 dollars, il est difficile de prévoir avec certitude le rythme de croissance de la production américaine. Nous faisons pour notre part l'hypothèse d'une hausse de production de 0,5 Mbj en 2017, et autant en 2018.

Graphique 14. Nombre de foreuses pétrolières en activité aux États-Unis et au Canada



Source : Baker Hughes.

L'OPEP à la croisée des chemins

À la suite de l'accord du 30 novembre 2016, les pays de l'OPEP ont respecté 80 % de leur engagement initial, avec une baisse de production de 1 Mbj, les plus vertueux ayant été l'Angola, le Qatar, l'Arabie Saoudite, et le Koweït. Après ce premier « succès », l'OPEP n'a pas donné de directive précise quant à son action au deuxième semestre. La baisse de production pourrait se poursuivre, mais tout dépendra du niveau de production mondiale, et notamment du rythme de croissance de la production américaine, ainsi que de l'ampleur de la baisse des stocks. Dans notre prévision, nous faisons l'hypothèse d'une augmentation de la production des pays de l'OPEP au deuxième semestre de 0,5 à 1 Mbj par rapport au niveau de début 2017.