

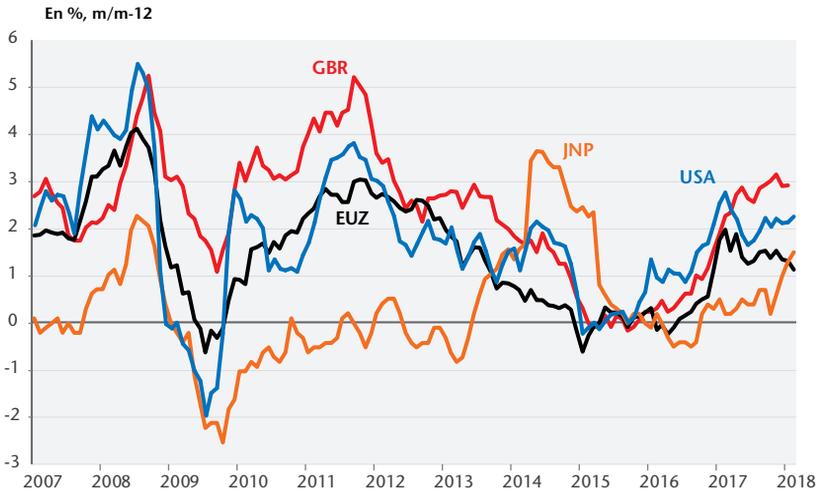
### 3. Reprise avec peu d'inflation

---

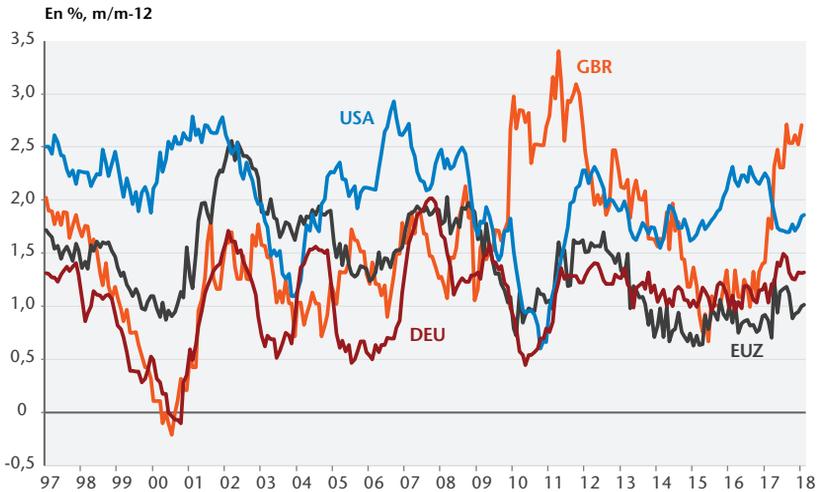
En février 2018, dans les principaux pays avancés, l'inflation restait à un niveau bas au regard de ses précédents historiques (graphique 22). En glissement annuel, l'inflation mesurée selon les indices des prix à la consommation s'établissait à 2,3 % aux États-Unis, à 2,9 % au Royaume-Uni, à 1,1 % dans la zone euro et à 1,5 % au Japon. Le découplage qui prévaut en termes de rythme de croissance ou de taux de chômage se retrouve dans les niveaux d'inflation, avec d'un côté des pays anglo-saxons où l'inflation est relativement dynamique, et de l'autre la zone euro et le Japon avec une inflation deux à trois fois inférieure à celle des précédents. La remontée de l'inflation dans la seconde moitié de 2016, après 18 mois durant lesquels elle avait été nulle, répercute l'évolution du prix du pétrole. Le prix du baril de Brent a été divisé par 3 entre début 2014 (où il avoisinait 110 dollars) et le début 2016 (où il n'était plus que de 30 dollars), ce qui a imprimé mécaniquement un repli de l'inflation, mais le prix du Brent est remonté depuis jusqu'à 70 dollars. Les mouvements de change ont aussi modelé la trajectoire des indices de prix en 2017, avec d'un côté l'appréciation de l'euro contre le dollar de près de 20 % qui a freiné l'inflation de la zone euro et accentué celle des États-Unis, et de l'autre la dépréciation de la livre après le Brexit qui a porté la hausse des prix à 3 % au Royaume-Uni à la fin de 2017.

Le risque déflationniste, que nous avons souligné à de nombreuses reprises depuis le début de la crise, et qui a paru se matérialiser entre 2015 et 2016, s'éloigne, mais les tendances de fond de l'inflation, illustrées par l'évolution des indices de prix sous-jacents excluant l'énergie, l'alimentation et les produits volatils, restent peu dynamiques dans la phase de reprise actuelle. En 2017, l'inflation sous-jacente est repassée sous 2 % aux États-Unis, soit environ un point sous ses précédents pics cycliques de 2001 et 2007 (graphique 23). Le même constat s'applique à l'Allemagne si l'on compare le niveau d'inflation sous-jacente d'aujourd'hui, +1,3 %, à celui d'avant-crise, +2 %. Cette situation est paradoxale alors qu'aux États-Unis le taux de chômage a rejoint ses plus bas de 2000 ou de 2007 et qu'en Allemagne il baisse continûment depuis 2010, en dessous de tous ses niveaux précédents.

Graphique 22. Taux d'inflation dans les pays développés



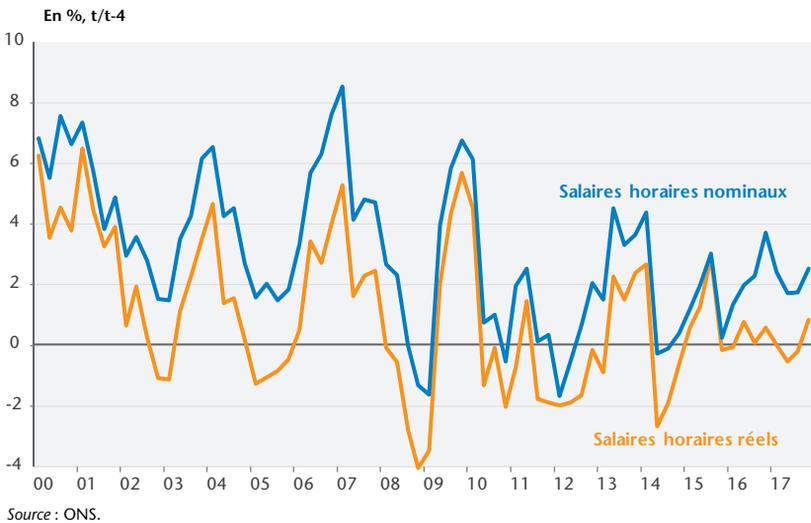
Graphique 23. Inflation sous-jacente dans les pays développés \*



La situation du Royaume-Uni diffère quelque peu de celle des deux précédents pays, puisque, si le taux de chômage est aussi revenu à son plus bas niveau depuis 1975, l'inflation sous-jacente, bien plus élevée que dans la décennie 2000, y est en apparence plus conforme à ses déterminants cycliques. Une partie de la reprise de l'inflation sous-

jacente au Royaume-Uni s'explique toutefois par la dépréciation de la livre consécutive au *Brexit* et n'est pas imputable au niveau très faible du taux de chômage. La progression des salaires, tant nominaux que réels, restait en 2017 très inférieure à ses pics de la décennie 2000 avec un niveau de chômage plus bas qu'à l'époque (graphique 24). Même si l'économie britannique apparaît entrée dans une phase de tensions inflationnistes, sa situation réelle s'apparente donc davantage à celle des États-Unis et de l'Allemagne qu'à celle d'une économie en surchauffe inflationniste.

Graphique 24. Évolution des salaires au Royaume-Uni



Si au sein de la zone euro l'Allemagne se distingue de ses partenaires par un taux de chômage très bas et une inflation basse, le paradoxe est moins flagrant pour la France, l'Espagne et l'Italie qui appartiennent au groupe de pays où l'inflation est basse et où le taux de chômage se situe encore au-dessus de son niveau d'avant-crise. Cette classification des pays en deux groupes, ceux où le chômage est bas et ceux où le chômage reste élevé, mais où la faiblesse de l'inflation est une caractéristique commune à tous, questionne sur le facteur déclenchant de l'inflation, certains ayant atteint le seuil de l'accélération des prix sans toutefois qu'elle ne se soit produite, les autres ne l'ayant pas encore atteint. Une première explication pourrait être trouvée dans le relâchement du lien entre salaires et chômage, à savoir la disparition de la courbe de Phillips traditionnelle selon laquelle la baisse du chômage entraîne des tensions sur le marché du travail et

corrélativement une hausse des salaires. Nos estimations montrent toutefois que la courbe de Phillips reste valide, c'est-à-dire que le taux de chômage demeure un facteur explicatif de l'évolution des salaires, mais que la relation s'est modifiée depuis la crise, avec une diminution de la sensibilité des salaires au taux de chômage<sup>31</sup>.

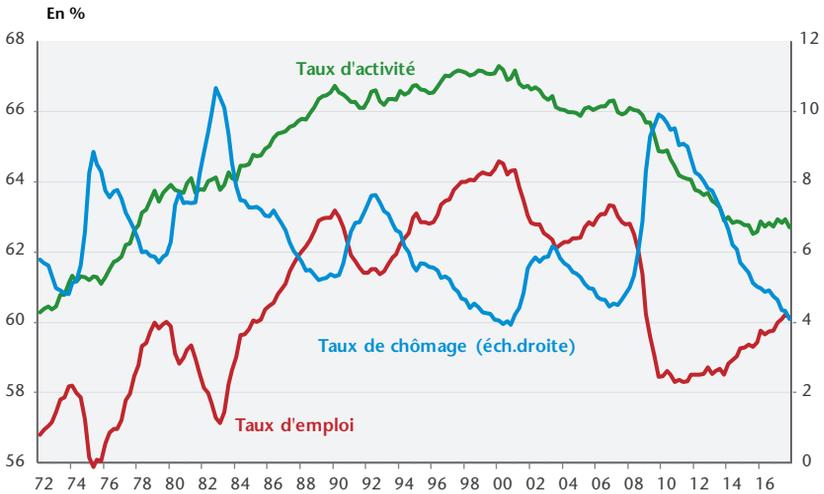
Cette altération du lien entre salaires et chômage pourrait s'expliquer par des évolutions plus profondes du marché du travail que ce que l'examen du seul taux de chômage révèle. En effet, un niveau bas du chômage peut masquer la persistance d'un sous-emploi à même de peser sur la dynamique des salaires. Ainsi, un chômeur découragé peut avoir renoncé à rechercher activement un emploi et ne plus répondre aux critères statistiques de comptabilisation du chômage. Sa sortie du marché du travail, et la baisse du chômage qu'elle induit, ne traduisent pas pour autant une amélioration de la situation en termes de sous-emploi. En dehors du marché du travail mais prêt à y revenir, ce chômeur non déclaré alimente un réservoir de main-d'œuvre mobilisable sans accélération des salaires. Aux États-Unis par exemple, le taux d'activité reste stable après sa chute depuis la crise (graphique 25), tandis que le taux de chômage est au plus bas. Le retour à l'emploi de ces personnes, actuellement en dehors de la population active, pourrait ainsi permettre à la croissance de se prolonger avec une poursuite de l'amélioration du taux d'emploi sans accélération des salaires. Les apports de population active consécutifs à la crise des réfugiés en 2015 en Europe, dans laquelle l'Allemagne s'est particulièrement investie, peut aussi expliquer la modération de l'inflation en dépit d'un taux de chômage historiquement faible. Ainsi aux États-Unis, et dans les pays où le chômage est très bas, les apports de population active pourront suppléer à la raréfaction du volant de chômeurs disponibles.

Une autre dimension du sous-emploi non mesurée par le taux de chômage est celle de la durée du travail. Le temps partiel subi sort en effet de la population des chômeurs les personnes en emploi mais qui souhaiteraient effectuer davantage d'heures. La baisse du chômage générée par les reprises d'emploi sous forme de petits boulots, d'emplois précaires ou de postes à temps réduit laisse donc subsister une forme de sous-emploi qui pèse sur l'évolution des salaires de deux manières : à l'embauche d'abord puis en cours de contrat ensuite puisque l'augmentation du nombre d'heures rémunérées des personnes en place peut se faire sans augmentation du taux de salaire.

---

31. Voir Blot C. *et al.* (2015).

Graphique 25. Taux d'activité, taux d'emploi et taux de chômage aux États-Unis



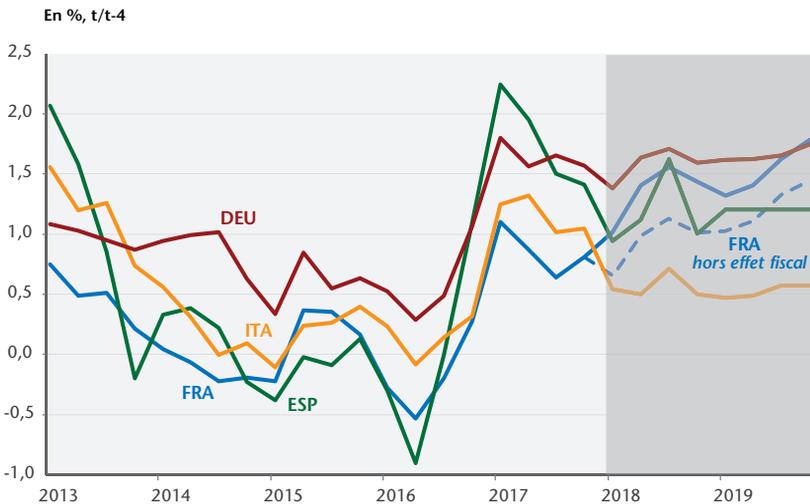
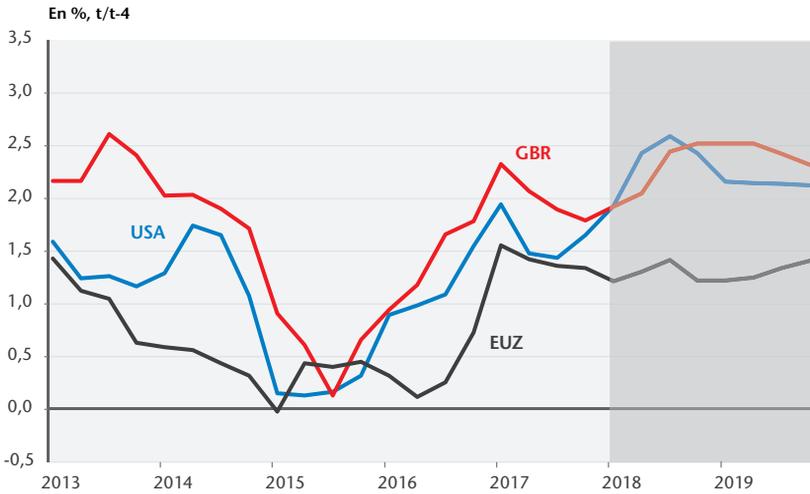
Source : BLS.

Finalement les craintes exprimées par certains observateurs d'une fin de cycle proche du fait de la raréfaction des ressources en main-d'œuvre paraissent prématurées. Les ressources en facteur travail, tant en nombre qu'en intensité d'utilisation, laissent subsister des marges de croissance sans dérapage incontrôlé de l'inflation. L'apparent relâchement du lien entre inflation, chômage et écart de production trouve peut-être simplement son origine dans le fait que les économies à bas taux de chômage ne sont pas encore en haut de cycle (pour plus de détails, voir la partie « un sentier de reprise de faible ampleur », dans ce numéro).

À l'horizon de la prévision, nous n'envisageons donc pas l'emballement inflationniste (graphique 26) que pourrait faire craindre la bonne situation apparente du marché du travail dans certains pays. L'écart d'inflation entre les économies anglo-saxonnes et la zone euro dans son ensemble subsistera, avec une inflation plus dynamique aux États-Unis et au Royaume-Uni mais demeurant sous les sommets de la décennie 2000. À l'horizon 2019, l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni serait ainsi de 0,7 point supérieure à celle de l'ensemble de la zone euro.

En zone euro, les écarts d'inflation inscrits en prévision suivront la même logique, avec une Allemagne qui s'écartera de la trajectoire des autres pays pour lesquels le chômage affiché est plus élevé. Mais cet

Graphique 26. Taux d'inflation (déflateur de la consommation)



Sources : Eurostat, BLS, ONS, prévision OFCE avril 2018.

écart ne témoigne pas pour l'Allemagne d'une surchauffe inflationniste dès lors qu'en s'installant sur un palier un peu supérieur à 1,5 %, la hausse des prix resterait très en deçà de ses précédents sommets. En apparence, le taux d'inflation en France convergerait vers le taux d'inflation allemand. Mais la trajectoire des prix en France sera perturbée par la hausse de la fiscalité indirecte à deux reprises, au premier trimestre 2018 et au premier trimestre 2019 (taxe sur le tabac

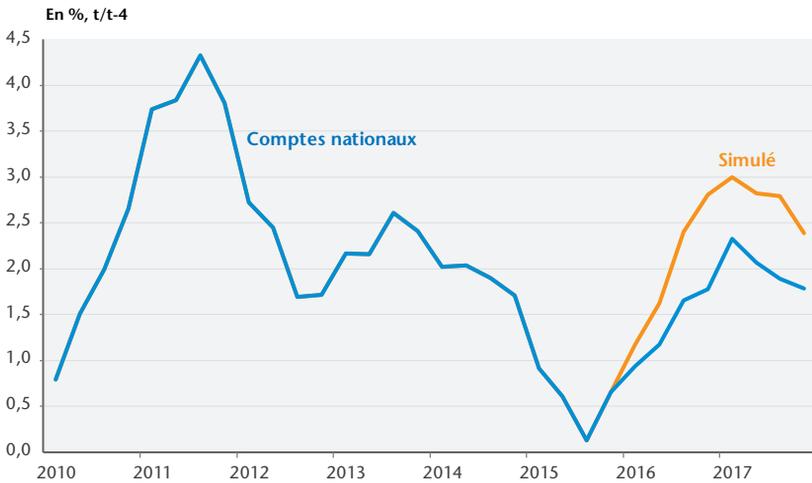
et les hydrocarbures) qui majorera le taux d'inflation de 0,4 et 0,3 point en 2018 et en 2019 (pour plus de détails, voir la partie sur la France dans ce numéro). Corrigé de cet effet, le taux d'inflation français demeurerait inférieur au taux allemand. Au final, les taux d'inflation dans la zone euro resteraient sous la cible de la BCE (2 %) à l'horizon 2019, compris entre 0,6 % pour l'Italie, 1,7 % pour l'Allemagne et 1,4 % pour la zone euro dans son ensemble.

Hors de la zone euro, le Royaume-Uni apparaît dans une configuration particulière. Selon les comptes nationaux, l'inflation mesurée par la variation du déflateur de la consommation des ménages en glissement annuel, a culminé au premier trimestre 2017 à 2,3 % (graphique 23). Or, sur la même période, le déflateur des importations a crû de 10 % en glissement sur un an, ce qui, compte tenu du poids des importations dans l'indice d'ensemble (15 %), impliquerait une inflation d'origine interne de 0,8 %. Or ce constat est incompatible avec la mesure d'une inflation sous-jacente en franche accélération au-dessus de 2 % en 2017 (graphique 23).

Il semble donc que la répercussion de la hausse du prix des importations au Royaume-Uni n'ait été que partielle sur le marché intérieur et qu'une grande partie soit passée en baisse de marges consenties par les distributeurs de produits importés. Selon les estimations de la Banque d'Angleterre, les marges commerciales ont effectivement été comprimées en 2016 mais celles-ci auraient retrouvé fin 2017 un niveau proche de leur moyenne 1998-2007 d'avant-crise (voir partie Royaume-Uni). La simulation économétrique, à partir du début de 2016, de l'évolution du déflateur de la consommation au Royaume-Uni selon ses déterminants habituels laisse penser qu'au premier trimestre 2017 la hausse des prix aurait dû s'établir à 3 % et non pas à 2,4 % comme mesuré par les comptes nationaux (graphique 27). Davantage que le repli de la demande intérieure sur l'offre nationale, qui aurait freiné l'inflation importée grâce à la baisse du taux de pénétration qui ne s'est toutefois pas produite, l'inflation manquante au Royaume-Uni mesurée par le déflateur de la consommation semble bien provenir d'une sous-répercussion des hausses de prix d'importation sur le marché intérieur par la baisse des marges.

Cette sous-répercussion du supplément d'inflation importée sur le marché britannique suggère un rattrapage à terme du déflateur de la consommation. L'inflation, mesurée selon le déflateur, resterait donc supérieure à 2 % à l'horizon de la prévision, mais ceci ne proviendrait

Graphique 27. Déflateur de la consommation au Royaume-Uni \*



\* Le déflateur de la consommation des ménages issu des comptes nationaux (+1,8 % au quatrième trimestre 2017) fournit une évaluation différente de la mesure de l'inflation par l'indice des prix harmonisé mensuel (+3 %)

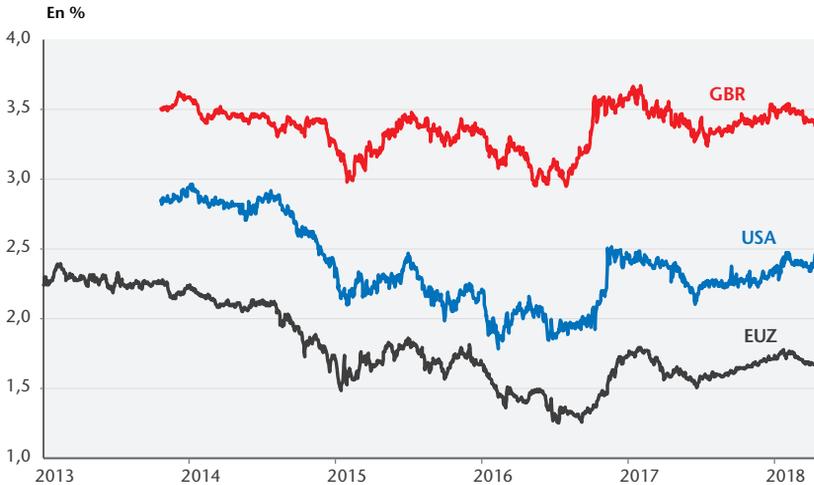
Sources : ONS, calculs OFCE.

pas d'un emballement des salaires lié au bas niveau du chômage. Ces prévisions d'une inflation modérée dans un contexte de croissance soutenue 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, à la fin mars 2018, pour les années 2023 à 2028.

La crise entamée en 2007 et ses répercussions en zone euro avec la crise des dettes souveraines survenue en 2011 ont fait dangereusement pencher les économies vers la déflation, notamment en Europe. Ces inquiétudes se sont toutefois atténuées et 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 28). 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 entraîné la hausse des anticipations d'inflation un peu avant les autres pays. Depuis, les anticipations fluctuent autour du seuil de 3,5 %. Aux États-Unis, sous l'effet d'une croissance soutenue et de l'inflation, les anticipations sont remontées 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 remontée graduelle des taux directeurs depuis le quatrième trimestre 2015.

Graphique 28. Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans



Source : Thomson Reuters Eikon.

C'est en zone euro que les anticipations sont les plus basses. Même si leur remontée récente autour de 1,8% en 2016, sous l'effet principalement de la dépréciation de l'euro et de l'allègement de la facture énergétique, a interrompu leur tendance à la baisse depuis 2013, elles restent en-deçà de la cible de 2 % malgré une politique monétaire ultra accommodante. Dès lors, la capacité de la BCE à ramener l'inflation à sa cible est mise en doute par les marchés. Ce changement de paradigme fait que le « désancrage » des anticipations de long terme rend la zone euro vulnérable au risque déflationniste en cas de nouvelle secousse.