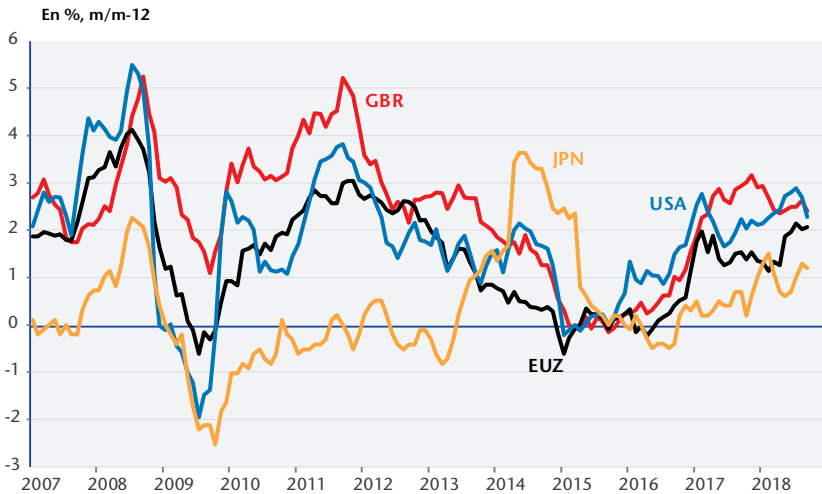


6. L'inflation se dérobe

En septembre 2018, l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), restait toujours inférieure à ses précédents historiques malgré son rebond entamé en 2016. En glissement annuel, elle s'établissait à 2,4 % au Royaume-Uni, à 2,3 % aux États-Unis, à 2,1 % dans la zone euro et à 1,2 % au Japon (graphique 1). La remontée de l'inflation dans la seconde moitié de 2016, après s'être approchée de 0 en 2015, répercutait la forte hausse du prix du pétrole après le contrechoc pétrolier. Le prix du baril de Brent a été divisé par 3,6 entre début 2014 (où il avoisinait 110 dollars) et le début 2016 (où il ne valait plus que 30 dollars), ce qui a imprimé mécaniquement un repli de l'inflation. Sa remontée de 30 à 80 dollars le baril depuis lors a eu l'effet inverse. 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 les prix en zone euro et les a accélérés aux États-Unis, et la dépréciation de la livre après le Brexit de l'autre qui a porté la hausse des prix à 3 % au Royaume-Uni au début de 2018.

À l'exception du Japon en retrait de l'ensemble des autres zones, les taux d'inflation ont convergé au-dessus de 2 % dans la première moitié de 2018, à la fois par un ralentissement des prix aux États-Unis, et par une accélération en zone euro et au Royaume-Uni. La convergence des États-Unis et de la zone euro est imputable à la dépréciation de l'euro de 1,22 à 1,16 dollar pour un euro, soit une baisse de la devise européenne de 5 % entre le premier et le troisième trimestre 2018, qui a renchéri le prix des importations européennes et donc au final l'inflation d'ensemble en zone euro, l'effet jouant en sens inverse outre-Atlantique. Sur la même période, la parité euro/livre est restée quasiment stable, mais par rapport au dollar, la livre s'est dépréciée de 5,6 %, ce qui a entraîné un nouveau sursaut des prix au Royaume-Uni en août.

Graphique 1. Glissement annuel de l'IPC des pays développés*



* Pour les pays de la zone euro, l'indice des prix est l'indice harmonisé ; pour les autres, il est calculé selon les spécificités nationales.

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

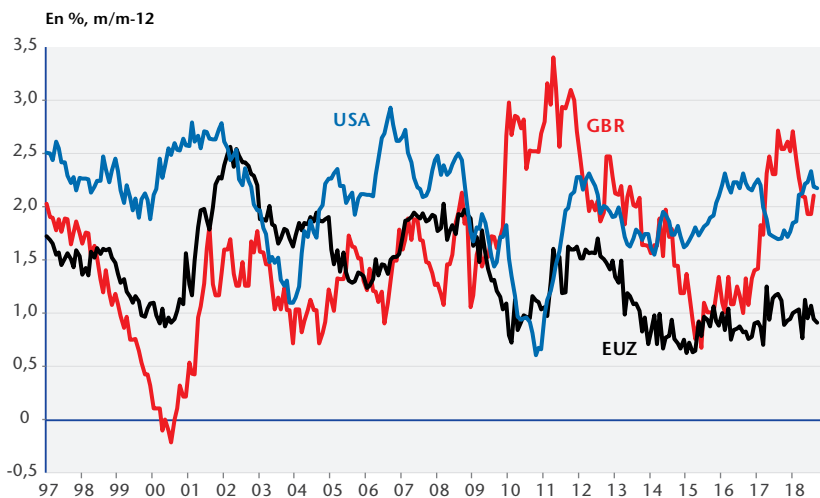
La convergence des taux d'inflation *headline* est en contradiction avec les décalages conjoncturels entre les différentes zones, marqués dans les pays anglo-saxons par des niveaux de chômage à leurs plus bas historiques, et en Europe par un chômage qui a certes baissé, mais qui à 8,1 % en août, reste encore supérieur de près de 1 point à son niveau d'avant-crise. En Europe, l'Allemagne fait toutefois exception, avec un taux de chômage qui baisse continûment depuis 2010, en dessous de tous ses niveaux précédents.

La trajectoire des indices de prix et la situation conjoncturelle des différentes zones peuvent toutefois être réconciliées par l'examen des indices de prix sous-jacents, excluant l'énergie, l'alimentation et les prix des produits volatils, et qui révèlent les tendances de fond de l'inflation (graphique 2). L'effet des décalages conjoncturels sur les prix entre les zones est ici plus visible, avec les pays anglo-saxons où l'inflation sous-jacente s'établit à 2 % à l'été 2018 et la zone euro où elle fluctue autour de 1 %, sans guère accélérer depuis 4 ans.

Au-delà des écarts d'inflation liés aux écarts de conjoncture, le constat d'une progression des prix moins rapide que lors des précédents pics cycliques est commun à toutes les zones et paradoxalement aux pays où le taux de chômage est très faible : aux États-Unis, l'inflation sous-jacente se situe 0,8 point sous ses précédents pics cycliques. Le même constat s'applique à l'Allemagne si l'on compare le niveau

d'inflation sous-jacente d'aujourd'hui, +1,2 %, à celui d'avant-crise, +2 %. En revanche, dans les autres grands pays de la zone euro où le chômage est plus toujours plus élevé qu'avant-crise – France (+1,9 point), Italie (+4,8 point) et Espagne (+7,7 point) –, les écarts d'inflation avec ceux d'avant-crise reflètent des situations des marchés du travail en sous-emploi, avec pour la France -1,4 point, pour l'Italie -2,7 points et pour l'Espagne -3,1 points. La situation du Royaume-Uni diffère de celle des États-Unis et de l'Allemagne 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.

Graphique 2. Glissement annuel de l'IPC sous-jacent dans les pays développés *



* Les évolutions présentées dans les graphiques 1 et 2 ne sont pas corrigées de l'effet des modulations de TVA au Royaume-Uni en 2010-2011, qui appliquent un choc positif ponctuel à la trajectoire des prix.

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

La 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 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 chômage¹.

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 au sens du BIT. 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. 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.

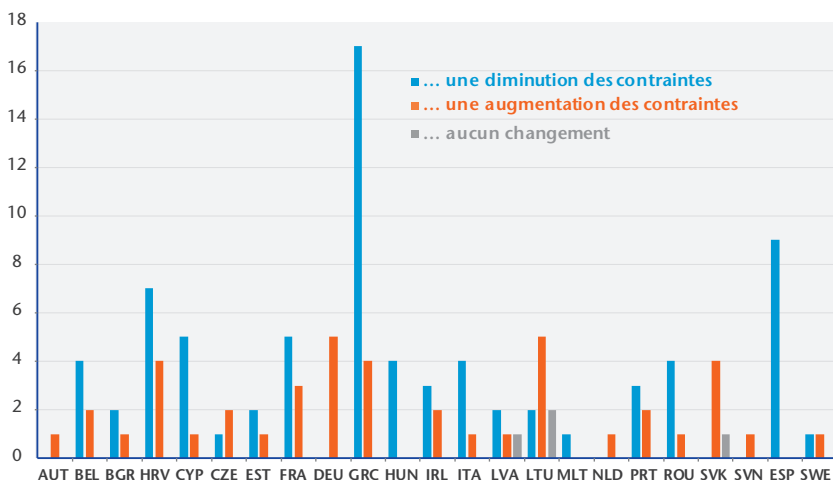
Une autre dimension du sous-emploi non mesurée par le taux de chômage est celle de la durée du travail. Le temps partiel subi sort en effet de la population des chômeurs les personnes en emploi mais qui souhaiteraient effectuer davantage d'heures. La baisse du chômage générée par les reprises d'emploi sous forme de petits boulots, d'emplois précaires ou de postes à temps réduit laisse donc subsister une forme de sous-emploi qui peut peser sur l'évolution des salaires.

La crise a également eu pour conséquences une poursuite et un approfondissement des réformes dont l'objectif est la flexibilité accrue du marché du travail et l'allègement des contraintes pour les employeurs, en particulier pour renforcer le pouvoir de négociation des employeurs (graphique 3). Celle-ci et la précarisation de l'emploi ont pu ainsi concourir à distendre les liens entre chômage et évolution des salaires. La nature du chômage a évolué et la persistance du sous-

1. Blot C., Péléraux H., Sampognaro R. et Villemot S., 2015, « Comprendre la dynamique salariale par temps de crise », *Revue de l'OFCE*, n° 144, pp. 219-255.

emploi, la montée de la part de l'emploi précaire ou de la part des individus ne recherchant pas activement un emploi mais disponibles ainsi que la perte d'influence des syndicats ont pu affaiblir le pouvoir de négociation des salariés.

Graphique 3. Nombre de réformes entre 2007 et 2014 portant sur la fixation des salaires, aboutissant pour les employeurs à...



Note : LABREF est une base de données descriptive qui enregistre les mesures de politique du marché du travail introduites dans les États membres de l'UE, et fournit des informations sur les caractéristiques des mesures.

Source : LABREF database, DG EMPL, Commission européenne.

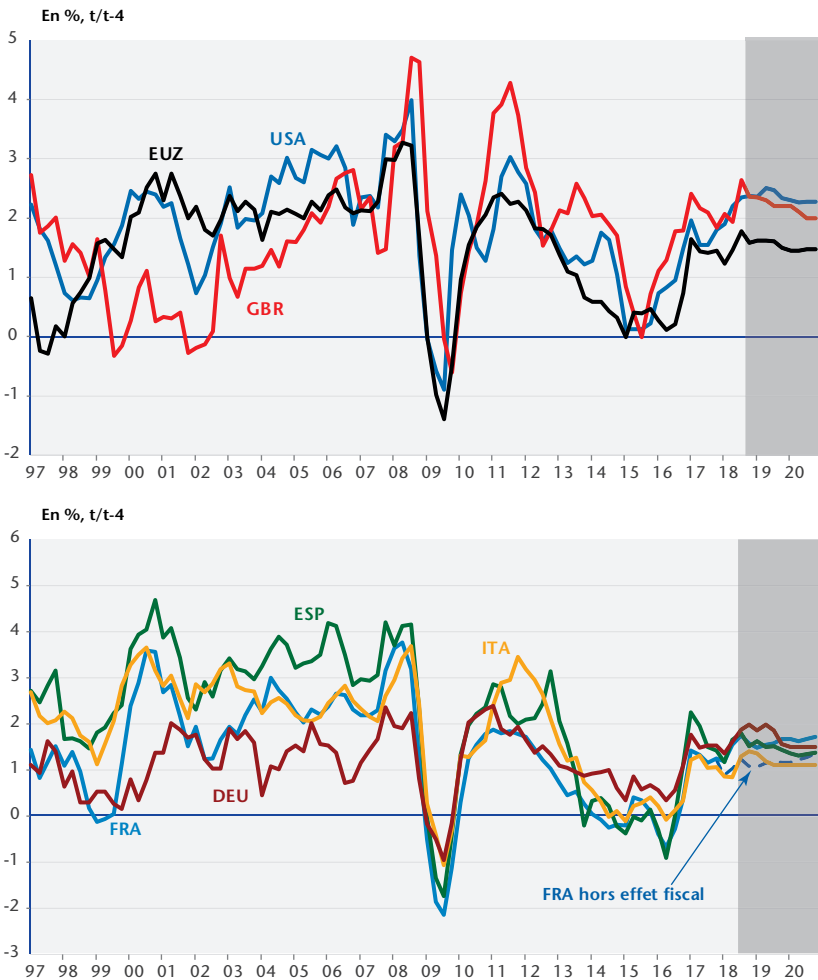
Les craintes d'une fin de cycle proche à cause de la raréfaction des ressources en main-d'œuvre paraissent donc prématurées. Les ressources en facteur travail laissent subsister des marges de croissance sans dérapage incontrôlé de l'inflation. L'apparent relâchement du lien entre inflation, chômage et 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 cycle².

À l'horizon de la prévision, nous n'envisageons donc pas l'emballement inflationniste que pourrait faire craindre la bonne situation apparente du marché du travail dans certains pays. L'écart d'inflation, mesuré par le déflateur de la consommation des ménages, entre les

2. Sur cet aspect le lecteur peut se référer à Heyer Eric (2018), « Que doit-on déduire des chiffres de l'inflation ? », *Le Blog de l'OFCE*, 5 juin 2018 et à sa mise à jour dans la synthèse.

économies anglo-saxonnes et la zone euro dans son ensemble subsistera, avec une inflation plus dynamique aux États-Unis, 2,3 % en glissement annuel à l'horizon 2020, et au Royaume-Uni, 2 %, mais demeurant sous les sommets de la décennie 2000 (graphiques 4). À l'horizon 2020, l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni serait ainsi supérieure de respectivement 0,5 et 0,8 point à celle de l'ensemble de la zone euro où elle ne dépasserait pas 1,5 %, sans emballement des salaires et compte tenu de la baisse des prix d'importation induite par l'appréciation de l'euro de 1,16 à 1,3 dollar pour un euro d'ici à 2020.

Graphique 4. Taux d'inflation (déflateur de la consommation)



Source : Eurostat, BLS, ONS, prévision OFCE octobre 2018.

Aux États-Unis, le cycle de croissance devrait se poursuivre sous l'effet de la politique expansionniste conduite par D. Trump, ce qui poussera les salaires et les prix à la hausse dans un contexte où le taux de chômage est passé sous 4 % depuis avril 2018. L'inflation sera par ailleurs accentuée par la hausse des droits de douanes imposée par les États-Unis sur les importations chinoises, et par la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro. Cette augmentation de l'inflation importée s'ajoutera à l'inflation induite par les salaires pour maintenir l'inflation au-dessus de 2 % en 2019 et en 2020.

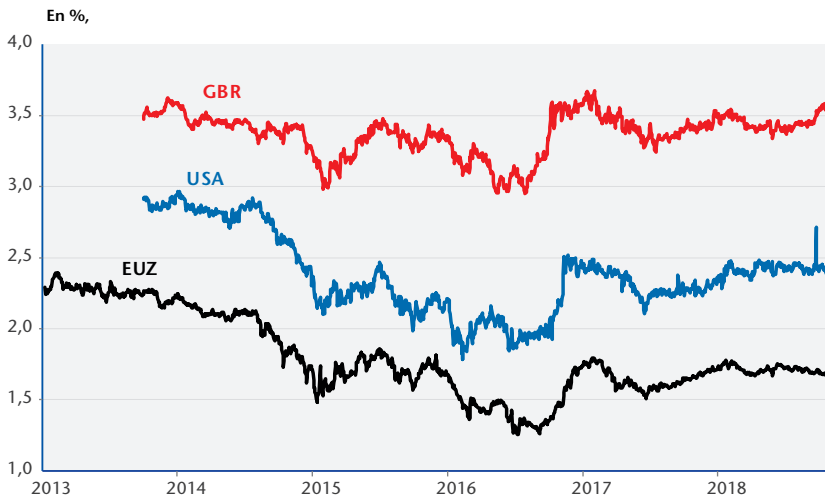
En zone euro, les écarts d'inflation inscrits en prévision suivront la même logique, avec l'Allemagne qui s'écartera de la trajectoire des autres pays pour lesquels le chômage affiché est plus élevé. Mais cet écart ne témoigne pas d'une surchauffe inflationniste en Allemagne dès lors qu'en s'installant sur un palier compris entre 1,5 et 2 %, la hausse des prix resterait très en deçà de ses précédents sommets. En apparence, le taux d'inflation en France serait peu éloigné du taux d'inflation allemand. Toutefois, la trajectoire des prix en France est et sera encore perturbée à l'horizon 2020 par la hausse de la fiscalité indirecte au début de chaque année. Au début 2018, le gouvernement a majoré les taxes sur le tabac et les hydrocarbures. Selon nos estimations, il en résulte un effet sur le déflateur de la consommation de +0,5 point au premier semestre 2018. Cet alourdissement de la fiscalité sera reconduit en 2019 et en 2020, avec à nouveau un impact inflationniste. Corrigé de cet effet, le taux d'inflation français demeurera inférieur au taux allemand sur l'ensemble de la période. Au final, le taux d'inflation dans la zone euro resterait sous la cible de la BCE (2 %), l'inflation dans les pays où le chômage est encore élevé, l'Espagne et l'Italie, ne conduisant pas à l'apparition de tensions inflationnistes³.

Les craintes de déflation dans les économies développées, suscitées par l'entrée en crise en 2007 et par ses répercussions en termes d'ajustements budgétaires à partir de 2011, se sont atténuées à la fin de 2016 et les anticipations d'inflation se sont redressées aux États-Unis, au Royaume-Uni et en zone euro, de 0,5 point en moyenne (graphique 5). Cette remontée des anticipations est directement liée à la reprise de l'inflation, notamment à l'inflation pétrolière, mais égale-

3. Les prévisions d'inflation par pays sont établies sur les déflateurs de la consommation des ménages dans un souci de cohérence comptable avec la construction du compte des ménages en termes réels. Les IPC sont ensuite prolongés au moyen de ces prévisions des déflateurs en respectant leur logique de construction. L'inflation en zone euro, agrégeant les IPC harmonisés des 4 grands pays prolongés selon la méthode décrite, demeure sous la barre des 2 % à l'horizon 2020.

ment 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.

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



Source : Thomson Reuters.

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.