LETTRE

Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

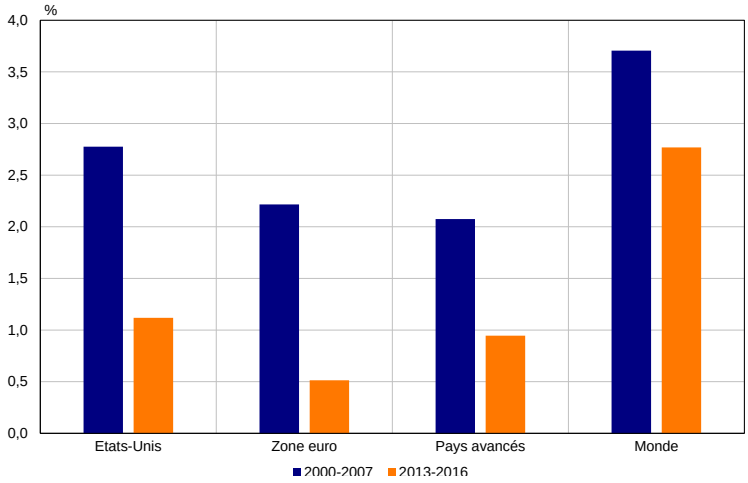
n° 208
Octobre 2017

TRÉSOR-ÉCO

Pourquoi l'inflation reste-t-elle si faible dans le monde ?

- L'inflation mondiale a fortement reculé depuis 2012, s'inscrivant globalement en dessous des cibles des banques centrales. La remontée intervenue depuis un an s'explique essentiellement par le rebond du prix du pétrole et pourrait ne pas persister si la hausse des prix ne se transmettait que faiblement aux salaires. À ce stade, les prix sous-jacents (hors énergie et alimentation) n'ont quasiment pas accéléré.
- Les coûts associés à une inflation durablement basse sont multiples. Une diminution de l'inflation augmente le coût réel de la dette passée et contraint les agents à affecter une part plus grande de leurs revenus au désendettement, ce qui se traduit par moins d'investissement et moins de consommation. Par ailleurs, dans un contexte de rigidité nominale des salaires, une faible inflation rend difficile leur ajustement à la baisse en cas de choc économique, et amplifie ainsi les conséquences du choc sur l'emploi. De plus, une baisse durable de l'inflation réduit les marges de manœuvre de la politique monétaire conventionnelle lorsque les taux d'intérêt directeurs se situent déjà à un niveau bas, ce qui est le cas aujourd'hui.
- La faiblesse de l'inflation mondiale résulte de plusieurs facteurs : (i) la persistance d'un déséquilibre entre l'offre et la demande, dû au faible dynamisme de l'activité en sortie de crise, à des surinvestissements dans certains secteurs en Chine, ou encore au vieillissement de la population mondiale ; (ii) la faible progression des salaires en particulier dans les pays avancés (en lien notamment avec la réduction du pouvoir de négociation des salariés, la mondialisation, des politiques de modération salariale dans certains pays ou encore l'existence de réserves de travail inemployées mal captées par les statistiques du chômage) ; (iii) des anticipations d'inflation plus faibles après une période d'inflation basse ; (iv) la chute des prix du pétrole depuis 2014. Dans le même temps, les difficultés du secteur bancaire et le besoin de désendettement du secteur privé et des administrations publiques dans certains pays ont pesé sur la demande et rendu moins efficace l'action de la politique monétaire.
- À moyen-terme, l'inflation sous-jacente ne devrait remonter que très graduellement. Elle serait soutenue dans une certaine mesure par la reprise de la demande (progression du crédit au secteur privé, baisse du taux de chômage, reprise des salaires, etc.) en dépit de la moindre réaction de l'inflation au cycle économique qu'auparavant. Toutefois, les autres facteurs structurels identifiés précédemment continueraient de peser sur celle-ci.
- Le contexte actuel d'inflation sous-jacente faible plaide pour : *(i)* la poursuite du soutien monétaire, en particulier en zone euro et au Japon où l'inflation sous-jacente reste très faible, *(ii)* la mise en place de mesures favorisant la croissance des salaires dans les pays en surplus courant élevé, en particulier ceux de la zone euro, et enfin *(iii)* la modification des politiques industrielles qui conduisent à des surcapacités sectorielles mondiales, notamment en Chine.

Inflation mondiale (moyenne)



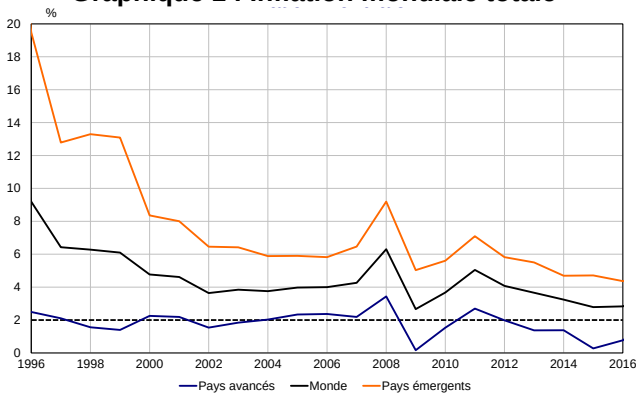
Source : FMI ; Calculs : DG Trésor.

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE
ET DES FINANCES

1. L'inflation mondiale a fortement reculé depuis 2012 et se trouve aujourd'hui à un faible niveau, en particulier dans les économies avancées

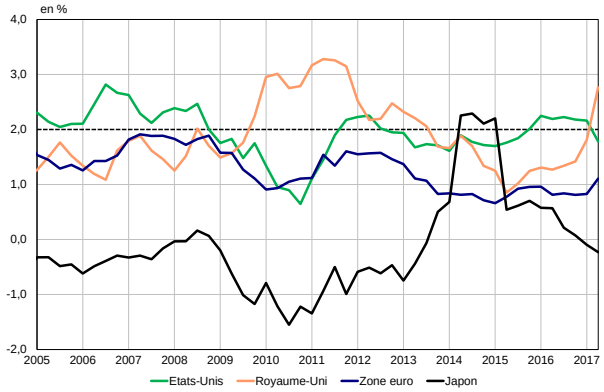
Alors qu'elle atteignait +5,0 % en 2011, l'inflation mondiale ne se situait plus qu'à +2,8 % en 2016 (*cf.* graphique 1). Dans les économies avancées, en particulier au Japon et en zone euro, l'inflation est bien plus faible (+0,8 % en 2016) que dans les économies émergentes (+4,4 %). Cette faiblesse est en partie liée à la chute du prix du pétrole. Mais au Japon et en zone euro, l'inflation sous-jacente – qui exclut les composantes les plus volatiles comme le pétrole – se situe également à un niveau bas par rapport aux objectifs des banques centrales situés aux alentours de 2 %[1] (*cf.* graphique 2).

Graphique 1 : Inflation mondiale totale



Source : FMI.

Graphique 2 : Inflation sous-jacente



Source : BLS, ONS, Eurostat, MIC.

2. Les coûts associés à une inflation durablement basse sont nombreux

De même qu'une inflation trop élevée a un coût économique, une inflation durablement trop basse est néfaste.

- **Une inflation faible constitue un frein au désendettement**. Plus l'inflation diminue, plus le coût réel de la dette passée contractée à taux fixe devient important. Une inflation plus faible qu'anticipée conduit les agents endettés à réserver une part plus importante de leurs revenus au service de leur dette. Dans une période où les besoins de désendettement restent importants, cela peut peser sur la consommation et l'investissement au niveau agrégé.
- **Dans une situation d'inflation faible et en présence de rigidités nominales, un choc négatif de demande se traduit par une augmentation plus forte du chômage.** En effet, les entreprises ont davantage recours à des ajustements de l'emploi pour ajuster leurs coûts de production, plutôt qu'à des ajustements des salaires réels, qui butent sur la rigidité à la baisse des salaires nominaux et la faiblesse de l'inflation.
- **Une baisse durable de l'inflation réduit les marges de manœuvre de la politique monétaire conventionnelle**. À taux nominal donné, une inflation faible accroit le taux d'intérêt réel. Si les banques centrales peuvent amener leurs taux directeurs en territoire négatif pour faire face à un

[1] Les cibles d'inflation des principales banques centrales sont très proches : la BCE vise une croissance annuelle de l'indice des prix de la zone euro (HICP) proche mais inférieure à 2 %, la Fed une croissance annuelle de l'indice des prix (PCE) de 2 %, la Banque d'Angleterre une croissance annuelle de l'indice des prix (CPI) de 2 % et la Banque du Japon vise même (depuis septembre 2016) à dépasser temporairement sa cible d'inflation (CPI) de 2 %. Le mandat de la Fed présente la particularité de viser un autre objectif, à savoir le plein emploi (« emploi maximum soutenable »).

choc violent, leurs marges de manœuvre en la matière sont limitées[2]. De plus, certaines études suggèrent qu'en affectant les anticipations d'inflation des agents une baisse durable de l'inflation pourrait significativement réduire l'impact des mesures non-conventionnelles à court terme[3].

Une baisse durable de l'inflation peut aussi entraîner un changement dans les anticipations des agents qui rend plus difficile le retour à la cible. Empiriquement le meilleur prédicteur de l'inflation reste l'inflation passée, d'où le risque de changement de régime d'inflation après un choc négatif[4]. Dans ce contexte, seul un choc équivalent à la hausse pourrait remettre l'inflation dans un régime proche de celui qu'elle a connu avant-crise.

Par ailleurs, une inflation durablement faible augmente le risque d'entrée en déflation en cas de choc macroéconomique défavorable. Une situation de déflation présente les mêmes inconvénients qu'une situation d'inflation faible, à un degré plus élevé, auxquels s'ajoute le risque d'entrainer un report des décisions d'achat et d'investissement pesant sur la demande et alimentant *in fine* la faiblesse de l'inflation.

3. Plusieurs facteurs contribuent à la faiblesse de l'inflation mondiale

3.1 Le prix du pétrole a fortement reculé depuis 2014

La chute du prix du pétrole (le cours du Brent est passé de 110 $ mi-2014 à moins de 30 $ début 2016 pour remonter aujourd'hui autour de 55 $) a pesé sur l'inflation mondiale, réduite de +3,2 % en 2013 à +2,5 % en 2016. Même si l'inflation sous-jacente est restée quasi-stable à +2,6 % en moyenne sur cette période, la chute du prix du pétrole a eu des effets indirects et des « effets de second tour » (diminution du coût des consommations intermédiaires transmise aux prix de vente et déclenchement d'une boucle prix-salaires pesant sur les salaires) au-delà de ses effets mécaniques sur les prix énergétiques. La baisse du prix des autres matières premières, en particulier agricoles, a également pesé sur l'inflation.

Une littérature académique abondante s'intéresse à l'effet des prix du pétrole sur l'inflation[5]. On estime ainsi qu'une baisse de 10 % du prix du pétrole conduit à une baisse du niveau des prix d'une ampleur pouvant aller jusqu'à 0,4 % après un an dans les économies du G20. Ainsi, la baisse d'environ 70 % du prix du baril observée de mi-2014 à début 2016 aurait conduit à une baisse du niveau des prix pouvant aller jusqu'à 2,8 %. Ces résultats sont corroborés par des simulations réalisées avec le modèle macro-économétrique NiGEM[6]. Dans NiGEM, une baisse de 10 $ du prix du pétrole conduirait à une baisse de 0,3 point du taux d'inflation mondial les deux années suivant le choc (le taux d'inflation revient ensuite progressivement à son niveau d'équilibre). La baisse d'environ 80 $ du prix du baril observée de mi-2014 à début 2016 aurait réduit l'inflation mondiale de l'ordre de 2 points sur les années 2015 et 2016, le niveau des prix serait ainsi inférieur de 4 % en 2016 par rapport à un scénario où le prix du baril serait resté à son niveau de mi-2014. Le rebond du prix du baril observé pendant l'année 2016 devrait partiellement inverser cet effet.

[2] Voir par exemple Coeuré B. (2016), "Assessing the implications of negative interest rates", discours prononcé à la Yale School of Management, 28 juillet.

[3] Voir par exemple Tenreyro S. et G. Thwaites, "Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions," *American Economic Journal: Macroeconomics*, October 2016, vol. 8, n. 4, pp. 43–74.

[4] Voir par exemple Cecchetti S.G. *et al.* "Deflating Inflation Expectations: The Implications of Inflation's Simple Dynamics", *C.E.P.R. Discussion Papers N° 11925*, 2017

[5] Peersman et Van Robays (2012), "Cross-country differences in the effects of oil shocks", *Energy Economics*, Kilian (2009), "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", *American Economic Review*, et *World Bank* (2015), "The Great Plunge in Oil Prices: Causes, Consequences, and Policy Responses".

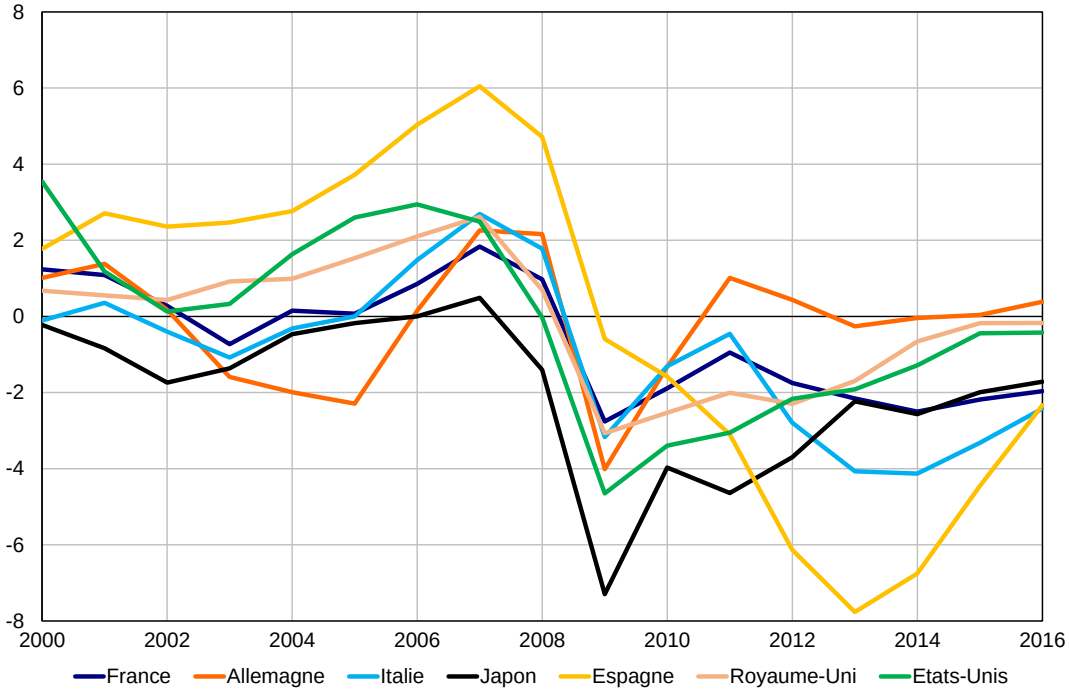
[6] NiGEM (*National Institute's Global Econometric Model)* est un modèle multinational d'inspiration néo-keynésienne développé par l'institut britannique NIESR (*National Institute for Economics and Social Research*).

Toutefois, le meilleur ancrage des anticipations d'inflation aux cibles des banques centrales et la moindre dépendance des économies au pétrole rendent la transmission du prix du pétrole à l'inflation moins forte que par le passé[7]. En outre, certains travaux académiques suggèrent une asymétrie dans la transmission : une baisse des prix du pétrole affectant moins l'inflation qu'une hausse[8].

3.2 Un déséquilibre entre l'offre et la demande au niveau mondial persiste depuis la crise de 2008

La faiblesse de l'inflation mondiale s'expliquerait également par la persistance d'un déséquilibre entre l'offre et la demande, qui se traduit par l'existence d'écarts de production creusés[9] depuis la crise économique et financière de 2008 (*cf.* graphique 3). Côté demande, le désendettement en cours dans certains pays avancés contribue à ce déséquilibre. En effet, les emprunteurs fortement endettés – et dont la propension à consommer peut être plus élevée – se désendettent au détriment de leur consommation et de leur investissement (alors qu'elle a atteint un pic à 182 % du PIB courant 2009, la dette du secteur privé non financier dans les économies avancées a reculé à près de 165 % du PIB fin 2016). La consolidation budgétaire a également pesé sur la demande dans les pays avancés. L'ajustement structurel (mesuré par le FMI) atteint près de 4 pts de PIB potentiel en cumul sur la période 2011-2015 dans l'ensemble des pays avancés, comme dans la zone euro.

Graphique 3 : Écarts de production (en % du PIB potentiel)



Source : FMI.

Toutefois, l'ampleur de l'effet désinflationniste du déséquilibre offre/demande est atténuée par la moindre réaction des prix et des salaires aux cycles économiques (*cf.* encadré 1).

[7] Voir Hooker (2002), "Are Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime", *Journal of Money*, Credit and Banking, ou Blanchard et Galí (2008), "The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?", *NBER Working Paper.*

[8] Hamilton (2003), "What is an Oil Shock?", *Journal of Econometrics.*

[9] L'écart de production représente la différence entre la production potentielle d'une économie et sa production effective. Un écart de production creusé (ou négatif) signifie que la production se situe en-dessous de son potentiel.

Encadré 1 : L'aplatissement de la courbe de Phillips au sein des économies avancées : une inflation moins sensible à la conjoncture et plus inerte

A.W. Phillips a mis en évidence en 1958 une relation inverse entre taux de chômage et taux de croissance des salaires nominaux à partir de données britanniques sur la période 1861-1957. Aujourd'hui, la relation de Phillips fait également référence à la relation inverse entre taux de chômage et inflation[10].

On observe que l'inflation est devenue moins sensible aux variations de la production et du chômage, ce qui se traduit par un aplatissement de la courbe de Phillips dans les économies avancées (*cf.* graphique 4). **Ce phénomène a accompagné le renforcement de la crédibilité des banques centrales et un meilleur ancrage des anticipations d'inflation**[11], devenues de plus en plus stables depuis le milieu des années 1970[12].

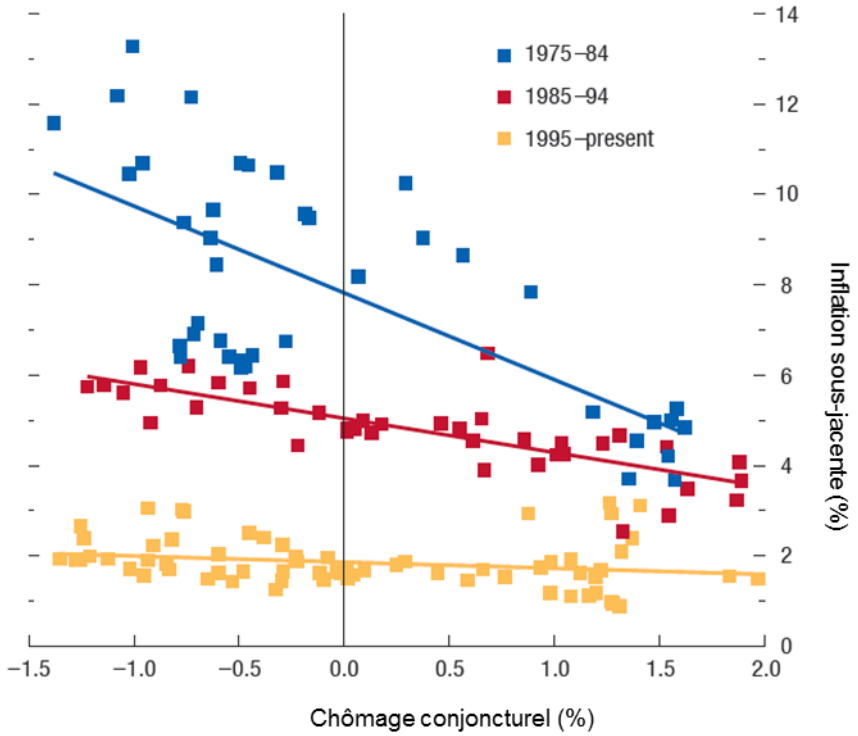
Plusieurs facteurs sont avancés pour expliquer l'aplatissement de la courbe de Phillips. Parmi eux :

- La baisse du pouvoir de négociation des salariés : elle aurait notamment été favorisée par les réformes du marché du travail, notamment la suppression des mécanismes d'indexation automatique des salaires dans de nombreux pays, et plus globalement par la baisse de la syndicalisation dans les pays de l'OCDE (*cf. infra*).
- La mondialisation : l'inflation serait devenue plus sensible aux évolutions de la demande mondiale et moins aux évolutions nationales[13], la faiblesse de la demande dans un pays pouvant être compensée par une demande plus élevée à l'étranger.

De plus, l'inflation serait plus inerte dans un contexte de faible inflation[14], notamment en raison de :

- La rigidité nominale des salaires à la baisse : les producteurs sont moins enclins à baisser les prix en cas de baisse de la demande car ils ne peuvent pas ajuster les coûts salariaux à la baisse[15].
- Les coûts d'ajustement des prix pour les entreprises : lorsque l'inflation est faible, les entreprises sont moins incitées à modifier leurs tarifs en raison des coûts fixes d'ajustement des prix[16].

Graphique 4 : Aplatissement de la courbe de Phillips dans les économies avancées



Note de lecture : chaque carré représente la moyenne de l'inflation sous-jacente et du chômage conjoncturel au sein des économies avancées pour un trimestre.

Sources : OCDE, calculs du FMI (WEO d'avril 2013).

[10] Sous l'hypothèse que les entreprises fixent leurs prix en appliquant un taux de marge aux coûts salariaux unitaires, l'inflation est égale au taux de croissance des salaires diminué de celui de la productivité du travail.

[11] Roberts J.M. (2006), "Monetary Policy and Inflation Dynamics", *International Journal of Central Banking*, Federal

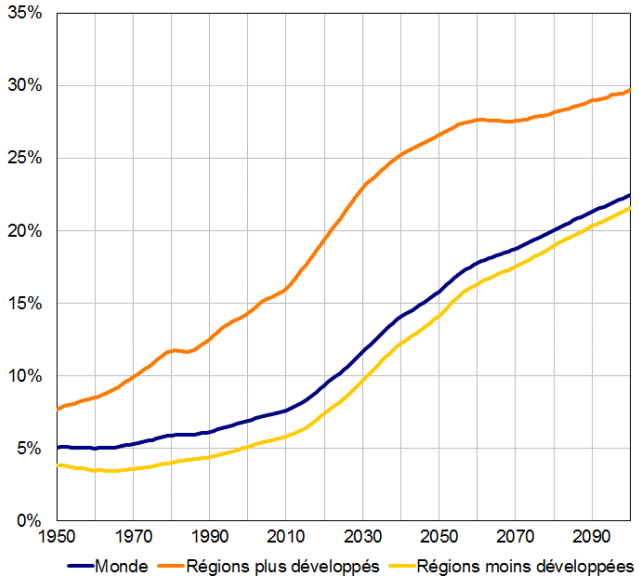
3.3 Les effets du vieillissement démographique pourraient aussi peser sur la demande

La baisse de la fécondité et l'accroissement de la longévité dans les principales économies mondiales, en particulier avancées, conduisent à un vieillissement rapide des populations (*cf.* graphique 5). Ce vieillissement affecte les comportements des ménages, mais aussi des entreprises, dans un sens qui pèse globalement sur la demande et sur l'inflation.

Ainsi, les générations nombreuses du baby-boom, qui approchent aujourd'hui de la retraite, tendent à épargner une part importante de leurs revenus afin de compenser la perte future des revenus du travail (conformément à la théorie du cycle de vie), et ce d'autant plus qu'ils anticipent une retraite longue. Cela pèse sur la consommation agrégée. Dans le même temps, le vieillissement pèse également sur l'investissement en dégradant les perspectives économiques futures, et sur la dynamique salariale globale, les salariés désormais plus nombreux partant à la retraite étant remplacés par des salariés plus jeunes aux salaires en moyenne plus faibles[17]. Empiriquement, certaines études suggèrent bien un effet désinflationniste global du vieillissement[18].

À moyen terme, le passage progressif à la retraite de la génération du baby-boom pourrait inverser ce processus : la théorie du cycle de vie suggère en effet que les ménages à la retraite épargnent moins que les actifs, voire désépargnent. Ce versant de la théorie du cycle de vie semble toutefois plus fragile : les données disponibles dans certains pays sur le profil d'épargne par âge suggèrent ainsi que les ménages âgés continuent parfois à épargner beaucoup.

Graphique 5 : Population âgée de 65 ans et plus (% de la population totale)



Source : PNUD

Reserve Board.

[12] Blanchard O., Cerutti E., Summers L. (2015), "Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implications", *IMF Working Paper.*

[13] Borio C., Filardo A. (2007), "Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", BIS *Working Papers.*

[14] Lopez-Villavicencio A., Mignon V. (2013), "Nonlinearity of the inflation-output trade-off and time varying price rigidity".

[15] Yellen J.L. (2012), "Perspectives on monetary policy", *BIS central bankers' speeches.*

[16] Klenow P.J., Malin B.A. (2010), "Microeconomic Evidence on Price-Setting", *NBER Working Paper.*

[17] Effet dit de noria. Voir par exemple pour les États-Unis, M. C. Daly, B. Hobjin (2016), The Intensive and Extensive Margins or Real Wage Adjustment, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers, 2016-04

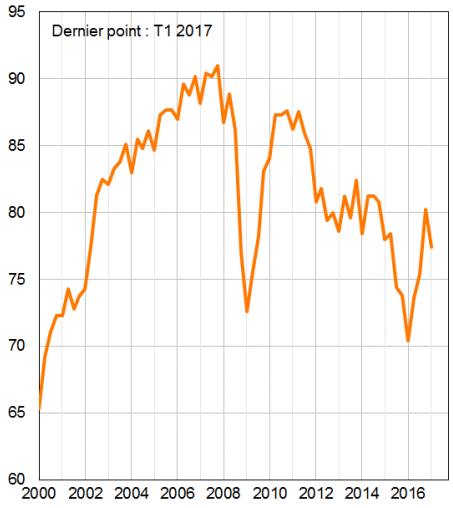
[18] Bobeica E., Lis E., Nickel C., Sun Y. (2017), "Demographics and inflation", *ECB Working Paper Series*, Anderson D., Botman D. P., & Hunt, B. (2014), Is Japan's Population Aging Deflationary?" *IMF Working Paper* et Lindh T., Malmberg B. (2000), "Can Age Structure Forecast Inflation Trends?", *Journal of Economics and Business.*

3.4 Certaines politiques industrielles conduisent à des surcapacités mondiales dans certains secteurs

En Chine, l'investissement industriel encouragé par les autorités depuis 2008 a favorisé l'accumulation de surcapacités de production dans de nombreux secteurs industriels, tels que l'industrie lourde, notamment la sidérurgie, et le secteur de l'équipement. Symptôme de ces surcapacités sectorielles, le taux moyen d'utilisation des capacités de l'économie chinoise a chuté de plus de 15 pts entre 2010 et 2016 (*cf.* graphique 6), alimentant une baisse prolongée des prix de production sur la même période (*cf.* graphique 7). Or, la dynamique des prix chinois joue un rôle important dans la définition mondiale des prix, *via* les échanges commerciaux.

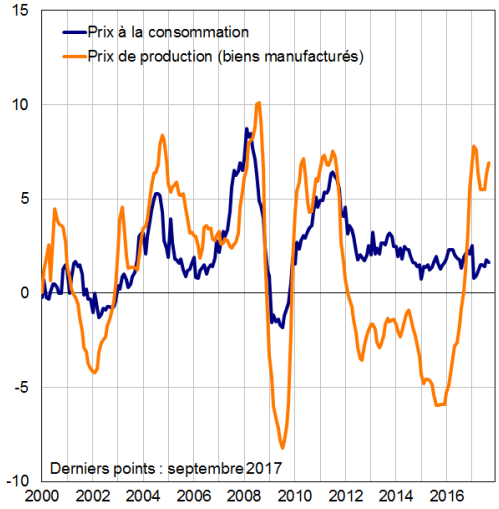
Depuis 2013, les autorités chinoises ont engagé des réformes visant à réduire ces surcapacités (par exemple, en encourageant la suppression des capacités obsolètes *via* le renforcement des normes environnementales). Cela a pu contribuer à la plus forte inflation des prix de production depuis début 2016. Malgré tout, les surcapacités restent importantes et contribuent toujours au déséquilibre entre offre et demande.

Graphique 6 : Taux d'utilisation des capacités en Chine (en %)



Source : Popular Bank of China.

Graphique 7 : Indice des prix en Chine (en glissement annuel)



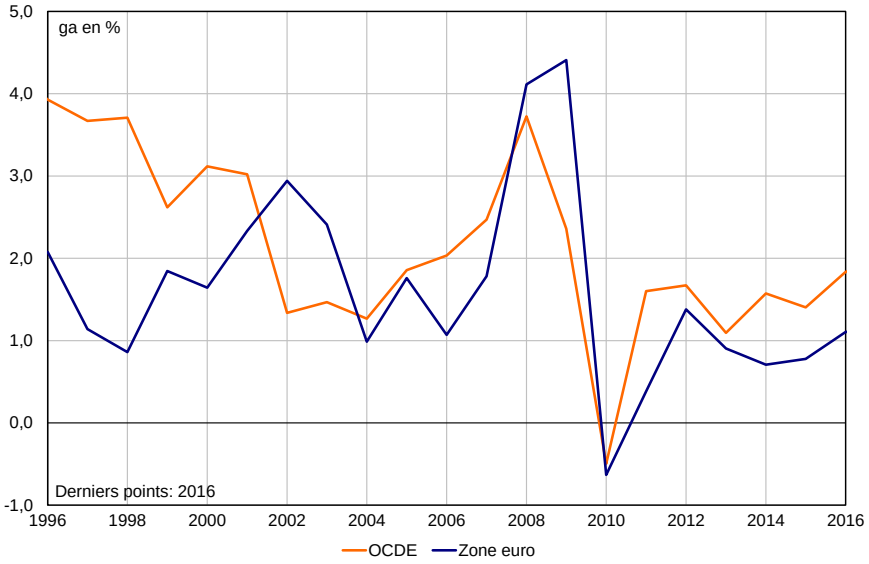
Source : National Bureau of Statistics of China.

3.5 Les salaires progressent faiblement, en particulier dans les pays avancés

Les coûts salariaux unitaires[19] (CSU) restent peu dynamiques dans la plupart des pays avancés (*cf.* graphique 8), ce qui limite la progression des coûts de production et celle des prix. Le dynamisme modéré des CSU s'explique notamment par la faible progression des salaires.

[19] Indicateur de coût du travail exprimant le coût salarial par unité de valeur ajoutée produite, il représente le ratio entre le salaire nominal et la productivité de la main-d'œuvre.

Graphique 8 : Évolutions des coûts salariaux unitaires dans les pays avancés



Source : OCDE.

En plus de la faiblesse des anticipations d'inflation, plusieurs facteurs contribuent à la faiblesse des salaires :

- **L'existence de capacités excédentaires sur le marché du travail.** La faible reprise des salaires, au regard de la forte progression de l'emploi, suggère d'importantes capacités inutilisées sur le marché du travail, au-delà de ce que suggère les mesures traditionnelles du chômage. Celles-ci peuvent s'expliquer par l'existence de chômeurs découragés, qui sont sortis de la population active, ainsi que par des formes particulières d'emploi (ou emplois précaires). En zone euro, la reprise de l'emploi depuis la crise masque en effet un recul de la part des travailleurs en contrat à durée indéterminée au profit des emplois temporaires ou à temps partiel, et les capacités inutilisées sur le marché du travail atteignent environ 15 % fin 2016[20]. Une mesure élargie du chômage conjoncturel, intégrant notamment ces formes d'emploi, permettrait de mieux comprendre la faiblesse de l'inflation[21].
- **La réduction du pouvoir de négociation des salariés**. Elle s'explique en partie par la baisse continue de la syndicalisation dans les pays avancés, y compris depuis 2000 : le taux de syndicalisation dans les pays OCDE est passé de 35 % en 1960 à 17 % en 2014. Elle découle également de la forte hausse du chômage qui a suivi la crise, dépassant 12 % de la population active en zone euro au cours de l'année 2013, et aussi des réformes en faveur de l'emploi menées en zone euro, notamment en Allemagne durant les années 2000 (réformes Hartz) et en Espagne entre 2010 et 2012[22].
- **L'ouverture aux échanges et l'arrivée sur le marché mondial des pays à faible coût de la main d'œuvre.** La part des pays émergents ou en développement dans l'activité mondiale a fortement progressé à partir de 2001, passant de 21 % à 39 % environ en 2016. L'intégration de ces pays dans le commerce international exerce une pression à la baisse sur les salaires mondiaux *via* deux canaux :
  - D'une part, elle pèse sur les salaires des travailleurs peu qualifiés dans les pays avancés. En effet, avec l'ouverture aux échanges les pays avancés se spécialisent dans les secteurs à plus forte valeur ajoutée pour lesquels ils possèdent un avantage comparatif, ce qui réduit la demande relative de travailleurs peu qualifiés. La pression à la baisse sur les salaires des travailleurs peu qualifiés est néanmoins atténuée par la hausse des salaires des travailleurs qualifiés, si bien que l'effet agrégé sur les salaires est ambigu.

[20] « Évaluation des capacités inutilisées sur le marché du travail », BCE, Bulletin économique n°2017/3, avril 2017.
[21] Voir Coeuré B. (2017), "Scars or scratches? Hysteresis in the euro area", discours prononcé au Centre International d'Études Monétaires et Bancaires de Genève, le 19 Mai 2017
[22] *Cf.* Anne-Braun J., Bogue M., Gouardo C. et Mathieu R. (2016), « Quel premier bilan tirer de la réforme du marché du travail adoptée en Espagne ? », *Lettre Trésor-Éco* n°174.

- D'autre part, l'ouverture commerciale conduit à une hausse des salaires dans les pays émergents mais qui est atténuée par les importantes réserves de main d'œuvre dans ces pays, notamment en Chine.

- La faiblesse de la dynamique des salaires pourrait également s'expliquer par le ralentissement tendanciel des gains de productivité, mais leur effet final sur l'inflation est ambigu et incertain puisque des gains importants de productivité peuvent par ailleurs permettre de baisser les prix.

- **En zone euro, les efforts de certains États membres pour stimuler leur compétitivité-coût.** Le recul de l'inflation en zone euro s'explique en partie par l'ajustement salarial réalisé à partir de 2012 dans de nombreux pays de la périphérie de la zone euro qui ont cherché à améliorer leur balance courante et réduire leur endettement extérieur, et rattraper leur retard de compétitivité-coût vis-à-vis de l'Allemagne, accumulé notamment lors de la modération salariale allemande (entre 1995 et 2007). En 2016, bien que les déficits courants des pays périphériques se soient résorbés, la progression des salaires y reste contenue et l'inflation faible. Par ailleurs, l'Allemagne n'a que peu contribué pour l'instant à résorber les écarts de CSU apparus entre 1995 et 2007, même si les salaires accélèrent sensiblement depuis la fin des années 2010[23].

3.6 Les politiques monétaires peinent à redresser l'inflation

L'ampleur de la crise a conduit les banques centrales à mettre en place des politiques inédites pour assurer la stabilité des prix. Face au recul de l'inflation, les banques centrales ont réagi dans un premier temps en abaissant leurs taux directeurs jusqu'à leur plancher, puis ont adopté des politiques monétaires non conventionnelles. L'effet de ce soutien monétaire a notamment dépendu de la vitesse de sa mise en œuvre, plus tardive en zone euro et au Japon qu'aux États-Unis en ce qui concerne les politiques d'assouplissement quantitatif.

Plusieurs facteurs ont limité la capacité des politiques monétaires à redresser l'inflation. Malgré un assouplissement des conditions d'offre de crédit, le désendettement des agents privés a pesé sur la demande de crédit, limitant la transmission de la politique monétaire. Les difficultés du secteur bancaire et un phénomène de fragmentation financière, en particulier dans certains États membres de la zone euro, ont contribué à limiter encore davantage cette transmission. De plus, un certain nombre de facteurs, parmi lesquels le vieillissement démographique ou le ralentissement de la productivité, ont pu réduire le taux d'intérêt « naturel » (le taux d'intérêt d'équilibre que la banque centrale devrait viser lorsque l'output gap est nul)[24]. Cette baisse du taux naturel, conjuguée à la contrainte de taux plancher, a pu réduire la capacité des politiques monétaires à être aussi accommodantes qu'elles le souhaitaient sur la période en question.

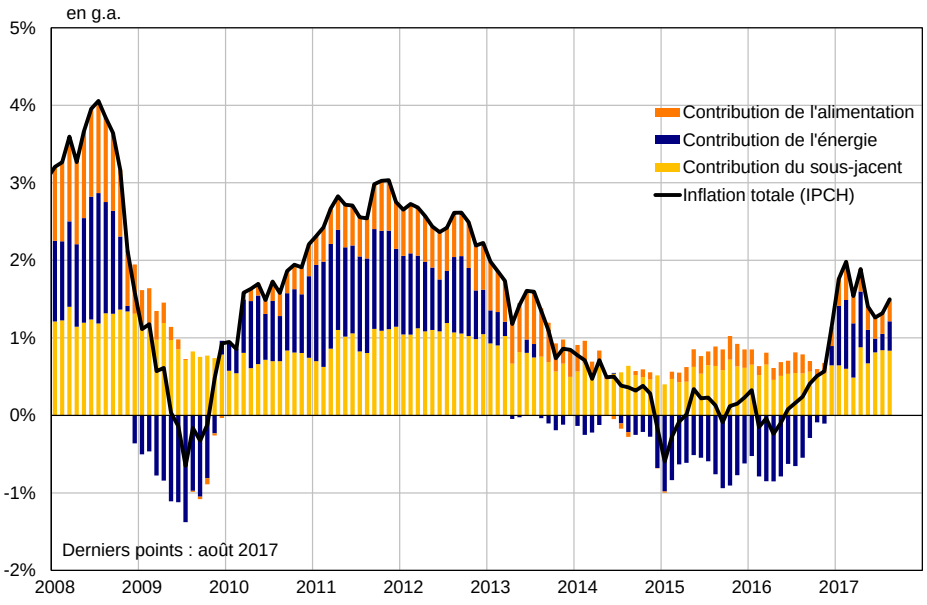
4. L'inflation totale est récemment remontée mais l'inflation sous-jacente demeure faible

4.1 L'inflation est récemment remontée

L'inflation totale est récemment remontée dans les principales économies avancées, éloignant le risque de déflation. Elle est proche de +2 % aux États-Unis, au-dessus de 2 % au Royaume-Uni, à environ +1½ % en zone euro, et elle est redevenue positive depuis octobre 2016 au Japon. **Cette remontée s'explique essentiellement par la hausse de l'inflation énergétique** (*cf.* graphique 9 pour la zone euro). Dans le même temps, l'inflation sous-jacente se maintient à un niveau bas en zone euro (de l'ordre de 1 %), bien en-deçà de la cible de la BCE, et elle est repassée en territoire négatif début 2017 au Japon. L'inflation sous-jacente a reculé aux États-Unis début 2017 et se situe en-dessous de +2,0 %. Elle a progressé au Royaume-Uni, suite à la chute de la livre liée au référendum sur le Brexit.

[23] *Cf* de Waziers D. (2017)., « Comment expliquer la nouvelle dynamique salariale en Allemagne ? », *Lettre Trésor-Éco* n°202.
[24] *Cf.* Jaubertie A. et Shimi L. (2016), « Où en est le débat sur la stagnation séculaire ? », *Lettre Trésor-Éco* n°182.

Graphique 9 : Contributions à l'inflation de la zone euro



Source : Eurostat.

4.2 Quelles sont les perspectives d'évolution de l'inflation à moyen terme ?

Sans inflexion des politiques économiques, l'inflation sous-jacente pourrait remonter légèrement à moyen terme si la reprise économique se poursuivait. Elle serait soutenue par la résorption des écarts de production négatifs grâce à la reprise de la demande, en lien avec la baisse du taux de chômage et la progression des salaires, notamment en zone euro.

Cette reprise de la demande se reflète notamment dans la progression du crédit au secteur privé. En zone euro, dans un contexte d'amélioration des conditions monétaires, l'octroi de crédit aux entreprises augmente de nouveau depuis mai 2015 et progresse désormais à un rythme soutenu, tout comme le crédit aux ménages.

Cependant, l'inflation sous-jacente resterait contrainte par la persistance des facteurs structurels identifiés précédemment et son évolution dépendra alors des réformes mises en place qui agiront sur ces facteurs.

Concernant les prix énergétiques, **les prix du pétrole pourraient rester proches de leur niveau actuel à court terme.** Malgré la décision fin mai de l'OPEP et de onze pays non OPEP de prolonger l'accord de réduction de la production en vigueur depuis le 1er janvier 2017 jusqu'en mars 2018, l'offre de pétrole resterait abondante, la reprise de la production américaine compensant les efforts de l'OPEP.

5. Face à la faiblesse de l'inflation, quelles options pour la politique économique ?

5.1 Les principales banques centrales ajusteraient leurs politiques à la marge mais maintiendraient une orientation globalement accommodante à moyen terme

La BCE maintiendrait son orientation accommodante dans les prochains mois. Malgré la récente embellie de l'activité de la zone euro, les pressions inflationnistes restent atones, et la BCE s'est engagée à maintenir un soutien monétaire « très important » tant que ces dernières n'étaient pas durablement plus dynamiques. Son orientation resterait ainsi très accommodante à moyen terme, même si elle ajustera vraisemblablement ses programmes d'achat dans les prochains mois à la faveur d'une croissance plus forte. **De même, compte tenu de la faiblesse de l'inflation au Japon, la *Bank of Japan* (BoJ) maintiendrait sa politique d'achat d'actifs** et sa politique de ciblage de la courbe des taux avec un objectif de taux à 10 ans des JGB (obligations du Trésor japonais) proche de 0 %. Par ailleurs, **la *Bank of England* (BoE)** pourrait remonter ses taux directeurs au regard de la forte hausse de l'inflation liée à la dépréciation de la

livre, même si **la majorité des membres du comité se prononce actuellement en faveur d'un statu quo** dans un contexte d'incertitudes liées aux conséquences du référendum. Aux États-Unis, l'inflation remontant vers sa cible et l'économie se rapprochant du plein emploi, **la *Federal Reserve* (Fed) poursuivrait le resserrement de sa politique monétaire.**

5.2 Le soutien budgétaire pour stimuler la demande

L'inflation devrait être soutenue par l'expansion budgétaire attendue dans plusieurs pays : aux États-Unis, en lien avec les mesures expansionnistes annoncées par la nouvelle administration alors que l'économie américaine se situe en phase haute de cycle, au Japon, où un plan de relance a été annoncé à l'été 2016, ainsi qu'en Chine grâce aux mesures de soutien mises en œuvre par les autorités. En zone euro, l'orientation budgétaire agrégée est globalement neutre et adaptée, mais le rééquilibrage des soldes courants intra-zone est encore insuffisant, ce qui suggère que les pays disposant de marges de manœuvre devraient les utiliser davantage[25].

5.3 Des politiques structurelles favorisant le dynamisme des salaires et des prix

Les pays où l'inflation est faible et qui ne présentent pas de problèmes de compétitivité, notamment en zone euro, pourraient prendre des mesures pour favoriser le dynamisme des salaires. Une hausse des salaires dans les pays présentant d'importants surplus courants réduirait les déséquilibres de soldes courants au sein de la zone euro : elle stimulerait l'inflation *via* la demande intérieure des pays en surplus, mais aussi *via* l'augmentation de la demande adressée aux pays partenaires. En Allemagne, si les autorités ont d'ores et déjà pris des mesures dans ce sens (par exemple, *via* l'introduction d'un salaire minimum généralisé), l'écart entre les coûts salariaux unitaires allemands et ceux du reste de la zone euro demeure toutefois encore important.

Par ailleurs, la poursuite de l'assainissement des bilans bancaires continue à peser dans certains pays sur la reprise du crédit et donc sur la transmission de la politique monétaire. Dans ce contexte, **les mesures visant à favoriser la liquidation des prêts non-performants** (renforcement de la supervision bancaire, restructuration du secteur, simplification des régimes de faillite, relance du marché secondaire des prêts non performants, etc.) **doivent être explorées** et adoptées, en particulier à l'échelle de la zone euro afin de favoriser l'intégration financière et la résilience du système financier à de nouvelles crises.

Enfin, une réduction active des surcapacités de production en Chine permettrait de résorber l'excès d'offre mondiale dans les secteurs concernés. La Chine semble évoluer dans cette direction, mais ce changement de politique pourrait être long en raison des coûts sociaux et financiers associés.

Yves-Emmanuel BARA, Jean-Baptiste BERNARD, Titouan BLAIZE, Benoît CAMPAGNE, Laetitia FRANÇOIS, Yasmine OSMAN

[25] *Cf.* Bara Y.-E., Castets L., Ernoult T. et Zakhartchouk A. (2017), « Contribution à la réflexion sur le renforcement de la zone euro », *Lettre Trésor-Éco* n° 190.

Éditeur :

Ministère de l'Économie
et des Finances

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Michel Houdebine

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos

ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Octobre 2017

n°207. Le commerce de la France en valeur ajoutée
Fabrice Berthaud

Septembre 2017

n°206. La croissance potentielle en France
Antoine Herlin, Alexis Gatier

n°205. Perspectives économiques mondiales en septembre 2017 : poursuite des signaux encourageants
Jean-Baptiste Bernard, Laetitia François, Thomas Gillet, Julien Lecumberry, Yasmine Osman, Morgane Salomé

n°204. Succès et défis de l'économie argentine
Christian Gianella, Leonardo Puppetto, Sophie Wieviorka

http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances.