



Zone euro

L'inflation en quatre points

- **Le rebond de l'inflation de janvier a été essentiellement tiré par les prix de l'énergie et la dépréciation de l'euro. A 1,8%, l'inflation en zone euro est désormais proche de 2%. Sa nature empêche toutefois de considérer que le mandat de la BCE est rempli : « aucun signe convaincant de remontée de l'inflation sous-jacente n'est observé jusqu'à présent ».**
- **Mario Draghi a précisé ce qu'il entendait par une dynamique de l'inflation satisfaisante : valable à moyen terme, elle doit être durable, auto-entretenu et concerner l'ensemble de la zone euro ; en clair, une inflation tirée par une demande robuste et des salaires en hausse.**
- **Cela passe par une poursuite de la croissance à un rythme soutenu, une perspective rendue plus difficile précisément par la remontée des prix du pétrole.**

Le rebond de l'inflation de ce début d'année, largement prévisible compte tenu des conditions économiques qui prévalaient il y a un an¹, a cependant surpris par son ampleur : entre novembre 2016 et janvier 2017 la croissance des prix à la consommation est passée de 0,6% à 1,8% (estimation préliminaire). Cette hausse de 1,2 point s'explique pour l'essentiel par l'évolution des prix de l'énergie. En janvier, ceux-ci progressaient de 8,1% sur un an après 2,6% en décembre. Après avoir pesé sur l'inflation entre juillet 2014 et novembre 2016, l'évolution des prix de l'énergie est désormais à l'origine de 75% du rebond (0,9 pt sur 1,2 pt), tandis que celle des prix de l'alimentation (incluant alcool et tabac) compte pour 16% (graphique 1).

Cette inflation énergétique a au moins trois causes. D'abord il faut y voir un important « effet de base ». Au premier trimestre 2016, les prix du pétrole évoluaient à des niveaux extrêmement bas après une chute amorcée à l'été 2015. En janvier 2016, le baril de Brent s'échangeait alors en moyenne autour de USD 36. La composante énergie pesait alors fortement sur l'inflation. Une simple stabilisation des prix du pétrole à ce niveau pendant un an aurait déjà provoqué une hausse de l'inflation. Or, et c'est là une deuxième explication, les prix du pétrole ont rebondi courant 2016 et leur croissance a encore accéléré depuis la décision de l'OPEP de novembre, relayée par une décision similaire de pays non membres, dont la Russie, de réduire la production à partir de janvier 2017. Entre novembre 2016 et janvier 2017, le prix du baril de Brent a augmenté de 17,5%. Finalement, la dépréciation de l'euro face au dollar depuis début novembre a eu pour effet de renchérir les prix du pétrole en euros et d'accentuer, par conséquent, leur remontée.

A 1,8% l'inflation en zone euro est désormais à un niveau inférieur mais proche de 2%, la cible de la BCE. La nature du rebond empêche toutefois de considérer que le mandat de la banque

¹ Rappelons que l'inflation désigne la croissance des prix à la consommation sur un an. Son évolution dépend donc aussi des conditions économiques passées, un phénomène appelé « effet de base ».

centrale est rempli. Rappelons que la BCE s'est engagée à poursuivre ses achats d'actifs jusqu'en décembre 2017 au moins, et ce pour une raison fondamentale, rappelée par Mario Draghi lors de la dernière réunion de politique monétaire le 19 janvier : « aucun signe convaincant de remontée de l'inflation sous-jacente n'est observé jusqu'à présent ». En d'autres termes, une remontée de l'inflation essentiellement tirée par les prix de l'énergie, comme cela est le cas aujourd'hui, ne peut pas être considérée comme satisfaisante par les membres de la BCE.

Comment caractériser alors l'objectif de la BCE ? C'est à cet exercice que s'est livré le M. Draghi lors de la conférence de presse du 19 janvier, établissant quatre critères. Premièrement, il faut que l'inflation s'établisse à un niveau inférieur mais proche de 2%, à *moyen terme*. Deuxièmement la convergence vers cet objectif doit être *durable* et non transitoire ; troisièmement, il faut qu'elle soit *auto-entretenu* ce qui signifie selon M. Draghi qu'elle ne dépende pas exclusivement du soutien monétaire. Enfin le quatrième critère pose que l'objectif de stabilité des prix soit respecté par *l'ensemble* de la zone euro, c'est à dire que les écarts entre Etats membres ne soient pas trop importants.

La BCE cible un objectif d'inflation à moyen terme précisément pour ne pas avoir à tenir compte des inévitables fluctuations de prix à court terme, liées notamment aux cours des matières premières, et ainsi assurer une certaine stabilité de la politique monétaire. Le rebond marqué de l'inflation en janvier témoigne de cette volatilité des prix. L'indice sous-jacent, qui exclut les prix de l'énergie et ceux de l'alimentation, est resté globalement stable, à 0,9%, en accélération de 0,02 pt par rapport à décembre et de 0,14 pt par rapport à novembre. Bien que le mandat de la BCE porte sur l'inflation totale et non sur sa mesure sous-jacente, l'accent mis sur le moyen terme fait de cette dernière l'indicateur le plus pertinent pour juger du respect de l'objectif. En effet, sauf à supposer que le rebond des prix du pétrole ne se prolonge indéfiniment au rythme actuel (une hypothèse peu crédible), l'inflation totale finira par baisser à moyen terme en l'absence d'accélération de l'inflation sous-jacente.

Ce point nous amène naturellement au deuxième critère, à savoir que la convergence vers l'objectif d'inflation soit durable et non transitoire. Cela signifie que la BCE veut voir une remontée tendancielle de l'inflation sous-jacente vers des niveaux proches de 1,5%. Cela ne veut pas dire que la BCE attendra qu'un tel niveau soit atteint pour envisager une normalisation de sa politique mais celle-ci reste conditionnée à une dynamique de l'inflation sous-jacente allant dans cette direction.

L'inflation sous-jacente est celle des prix des services et des biens industriels hors énergie. Son évolution dépend des coûts de production, du taux de change et des comportements de marge des entreprises. Ces derniers sont déterminés, notamment, par l'intensité de la concurrence et la conjoncture. Plus la concurrence est forte et plus les entreprises auront tendance à réduire leurs marges quand



les coûts augmentent. A degré de concurrence donné, une hausse des coûts de production sera moins fortement répercutée sur les prix de vente en période de faible demande.

Les coûts de production dépendent notamment du coût du travail et du prix des consommations intermédiaires. Ils comprennent les produits importés dont les produits énergétiques. Ainsi, quand les prix de l'énergie augmentent et/ou quand le taux de change se déprécie, l'inflation sous-jacente a tendance à accélérer. Dans un article d'août 2010² la BCE estimait l'élasticité de l'inflation sous-jacente à la variation des prix du pétrole à 20%.

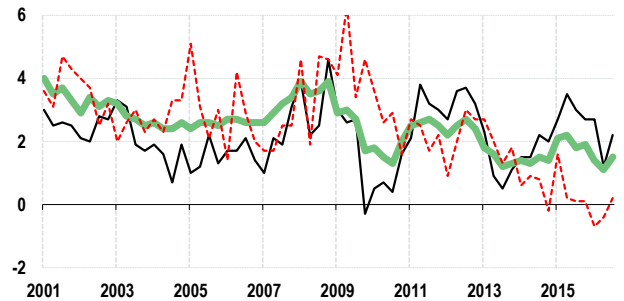
Cependant, tout comme les effets directs de la hausse des prix du pétrole sur l'inflation via la composante énergie, les effets indirects via la composante sous-jacente sont temporaires : ils affectent le niveau général des prix mais ne modifient pas durablement leur dynamique. Pour que la convergence soit durable il faut que l'inflation soit tirée par des hausses de salaires. C'est à ce niveau qu'intervient aussi le troisième critère énoncé par M. Draghi : le redressement de l'inflation doit être auto-entretenu. Ce n'est qu'à la condition d'une accélération des salaires, en effet, que le mouvement de convergence de l'inflation vers sa cible pourra s'accomplir en même temps qu'une réduction du soutien monétaire. L'économie européenne aura trouvé en quelque sorte une marche autonome. Des hausses de salaires contribuent à une demande plus robuste, ce qui permet aux entreprises de répercuter plus facilement la hausse de leurs coûts de production sur leurs prix de vente, suscitant en retour des demandes de hausse de salaires etc.

La mise en place d'une boucle prix-salaire inflationniste suppose que l'état du marché du travail s'améliore davantage. Pour l'heure, la persistance d'un chômage élevé contraint la formation des salaires en zone euro. Même si les situations sont différentes selon les pays, en moyenne, la croissance des rémunérations ralentit tendanciellement depuis 2009 (graphique 1). Malgré la baisse du chômage observée depuis début 2014, la zone euro prise dans son ensemble souffre toujours d'un déficit d'emplois. Il atteint 3,8 millions si l'on se réfère au dernier point bas du chômage (T1 2008) et 1,5 million si l'on retient comme point de comparaison le taux de chômage d'équilibre estimé par l'OCDE. Dans ces conditions, il y a peu de chance que l'inflation importée (via le renchérissement du pétrole et la dépréciation de l'euro) n'induisse d'effets de second tour, c'est-à-dire n'entre en compte dans la formation des salaires.

En définitive, la faiblesse actuelle de l'inflation sous-jacente renvoie d'abord et surtout à un problème d'insuffisance de demande, ce qui justifie le soutien monétaire apportée par la BCE. L'accélération de la croissance de l'activité enregistrée au T4 2016 en zone euro témoigne toutefois d'une situation en voie de normalisation. Au rythme de 0,5% t/t (1,8% g.a.), la croissance du PIB est supérieure à son potentiel, ce qui permet une réduction de l'écart de production. Reste à savoir si la zone euro pourra maintenir ce rythme tout au long de l'année 2017 : alors que la remontée des prix du pétrole pèse sur le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises, le risque est de voir un fléchissement de la demande intérieure. Dans une certaine mesure, la hausse de l'inflation

Evolution des salaires (g.a.)

— Zone euro ; — Allemagne — Italie



Graphique 1

Source : Eurostat

consécutive au rebond des prix de l'énergie pourrait bien aller dans le sens contraire à celui souhaité par la BCE.

Enfin, le quatrième critère mentionné par M. Draghi – la stabilité des prix est définie pour l'ensemble de la zone euro – suppose que l'amélioration économique s'étende à l'ensemble des Etats membres de la zone euro. Cela ne veut pas dire que tous les pays de l'union monétaire doivent atteindre une inflation proche de 2% en même temps, mais que le relèvement de l'inflation moyenne de la zone euro ne s'accompagne pas d'écarts trop importants entre pays. En clair, une forte inflation sous-jacente ne concernant que l'Allemagne, qui élèverait mécaniquement la moyenne de la zone euro, ne sera pas considérée comme un ajustement satisfaisant par la BCE. Or, si depuis le début de la reprise en zone euro la croissance du PIB a bénéficié à la grande majorité des pays européens, les différences dans les stades du cycle se traduisent par des dynamiques salariales elles aussi différentes : ainsi en Allemagne, les salaires progressent de 2,5% en moyenne depuis 2015, contre une croissance de 1,6% en France, de seulement 0,5% en Espagne et de 0,1% en Italie. Outre des différences de gains de productivité (plutôt élevés en France et en Allemagne, moyens en Espagne, très faibles en Italie), ces écarts traduisent des situations hétérogènes sur les marchés du travail.

Interrogé durant la conférence de presse sur les difficultés que pourraient poser de telles disparités pour la conduite de la politique monétaire, M. Draghi s'est montré confiant, jugeant que la situation resterait gérable (*manageable*) et que les écarts iraient en se réduisant. Il reste que l'hétérogénéité structurelle des Etats membres de la zone euro, mise à jour par la crise de la dette, demeure un problème de fond. En l'absence de fédéralisme budgétaire, la convergence économique au sein de la zone euro passe par un ajustement *relatif* des prix, un ajustement qui, jusqu'à récemment, a pris la forme de politiques déflationnistes au sud de l'UEM. Or, pour que cet ajustement se poursuive, tout en permettant une croissance équilibrée, il suppose une progression des salaires et des prix durablement plus rapide dans les pays qui disposent d'importants excédents commerciaux, c'est-à-dire, en un sens, l'acceptation que la différence aujourd'hui constatée dans les dynamiques salariales perdure, voire s'intensifie.

² https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201008en_pp75-92en.pdf