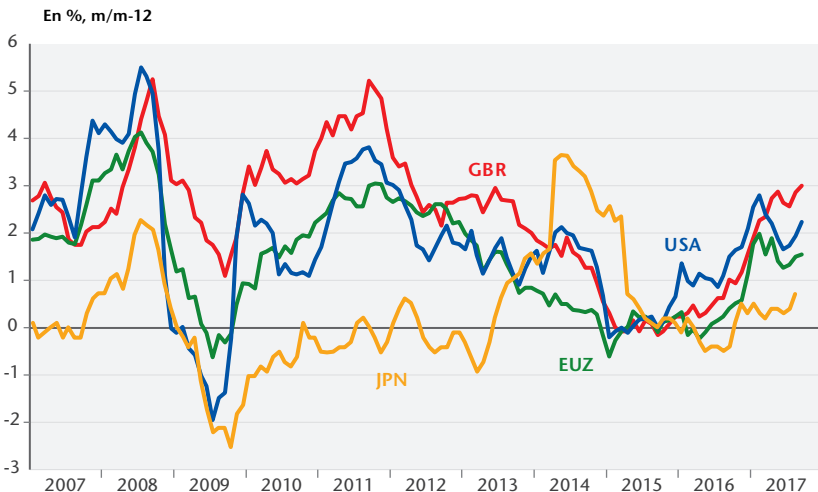


## 2. Inflation : l'effet des décalages conjoncturels

L'année 2016 a marqué le retour de l'inflation en territoire positif dans les grandes zones industrialisées de l'économie mondiale, après être tombée à proximité de 0 durant l'année 2015 (graphique 15). Cette trajectoire réplique en partie les évolutions symétriques des indices de prix de l'énergie, composantes de l'indice d'ensemble, marquées par la division par 3 du prix du pétrole entre la mi-2014 et la mi-2016 qui a imprimé mécaniquement un repli de l'inflation, puis par sa remontée de 30 à 60 dollars le baril depuis lors. L'année 2017 n'a pas été exempte d'une certaine volatilité, les cours du brut s'étant repliés d'environ 20 % entre mars et juin, entraînant dans son sillage un tassement de l'inflation jusqu'en juillet. Au final, à l'exception du Japon où l'inflation reste structurellement faible, la progression des indices de prix en glissement annuel est comprise entre 1,5 % en zone euro et 3 % au Royaume-Uni.

Graphique 15. Taux d'inflation dans les pays développés



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

## Pétrole : une stabilité pérenne

Notre prévision a été revue légèrement à la baisse pour 2017 et 2018. En effet, bien que la demande mondiale continue de progresser, portée par les pays émergents et les États-Unis, l'offre globale demeure abondante. Nous faisons l'hypothèse d'un maintien des quotas de production par l'OPEP au niveau actuel en 2018. Pour fin 2017 et début 2018, nous anticipons un prix du baril de Brent autour de 54 dollars. Grâce à une offre non OPEP toujours dynamique, et au niveau élevé des stocks, les cours baisseraient légèrement au deuxième semestre 2018, et se stabiliseraient autour de 50 dollars (tableau d'Annexe A2).

Des risques pesant sur l'offre ne peuvent être exclus. Parmi les risques haussiers, on peut citer la probabilité d'une baisse plus marquée et concertée de production de l'OPEP, un nouveau bras de fer entre les États-Unis et l'Iran, ou encore des regains de tension au Nigéria ou en Libye. Les risques baissiers sont quant à eux liés à la poursuite de l'accord OPEP : si l'OPEP décide de ne pas reconduire l'accord ou que son respect est limité, alors les prix pourraient baisser davantage.

### Pas d'effet notable lié au retour des quotas de production

Les neuf premiers mois de l'année 2017 ont été marqués par la stabilité du cours du baril de Brent, qui a évolué dans une fourchette comprise entre 45 et 60 dollars. Plus précisément, on peut distinguer deux périodes depuis le début 2017 : une phase de baisse des cours entre janvier et juillet 2017, où l'on est passé de 54,7 à 46,4 dollars le baril ; puis un début de remontée des cours entre juillet 2017 et septembre 2017, où le baril atteignait 56,2 dollars.

Dans la mesure où deux accords de baisse de production ont été conclus fin 2016<sup>12</sup>, conduisant à une baisse concertée de 0,8 million de barils par jour (Mbj) pour les membres de l'OPEP et de 0,5 Mbj pour les autres producteurs (tableau 2), la stabilité des prix a pu sembler surprenante. En effet, les pays de l'OPEP, en septembre 2017, respectaient – de façon très inégale – les plafonds

---

12. Les deux accords de baisse de production conclus fin 2016 sont l'accord du 30 novembre 2016 (accord de Vienne) entre pays de l'OPEP, qui prévoit le retrait de 1,2 Mbj du marché par rapport à octobre 2016, et l'accord du 10 décembre 2016 réunissant des pays non membres de l'OPEP, et entérinant une baisse de production de 0,55 Mbj.

Tableau 2. Respect des accords de baisse de production, septembre 2017

En millions de barils/jour

	Production septembre 2017	Référence : octobre 2016	Engagement de baisse de production	Baisse effective	Respect des engagements
<b>Pays de l'OPEP</b>					
Algérie	1,030	1,050	-0,050	-0,020	40 %
Angola	1,650	1,600	-0,078	0,050	-64 %
Équateur	0,530	0,550	-0,026	-0,020	77 %
Guinée équatoriale	0,130	0,160	-0,012	-0,030	250 %
Gabon	0,200	0,200	-0,009	0,000	0 %
Iran	3,840	3,700	0,090	0,140	156 %
Irak	4,540	4,540	-0,210	0,000	0 %
Koweït	2,730	2,910	-0,131	-0,180	137 %
Qatar	0,610	0,650	-0,030	-0,040	133 %
Arabie saoudite	10,190	10,550	-0,486	-0,360	74 %
Emirats arabes unis	2,920	3,070	-0,139	-0,150	108 %
Venezuela	1,950	2,090	-0,095	-0,140	147 %
<b>Total OPEP 12</b>	<b>30,320</b>	<b>31,070</b>	<b>-1,176</b>	<b>-0,750</b>	<b>64 %</b>
Libye	0,925	0,550			
Nigéria	1,705	1,470			
<b>Total OPEP 14</b>	<b>32,950</b>	<b>33,090</b>			
<b>Pays hors OPEP*</b>					
Azerbaïdjan	0,760	0,830	-0,035	-0,070	200 %
Kazakhstan	1,920	1,790	-0,020	0,130	-650 %
Mexique	2,280	2,420	-0,100	-0,140	140 %
Oman	1,010	1,020	-0,045	-0,010	22 %
Russie	11,120	11,450	-0,300	-0,330	110 %
<b>Total hors OPEP</b>	<b>17,090</b>	<b>17,510</b>	<b>-0,500</b>	<b>-0,420</b>	<b>84 %</b>

\* On ne présente ici que les principaux pays hors OPEP ayant pris un engagement de baisse de production.

Source : EIA pour les données de production, Agence Internationale de l'Énergie (*Oil Market Report*) pour les plafonds de production.

de production à hauteur de 64 %, soit une baisse de 0,5 Mbj par rapport à octobre 2016. Les pays non membres de l'OPEP, à l'exception du Kazakhstan, ont réduit leur production, au total de 0,42 Mbj entre octobre 2016 et septembre 2017, respectant à 80 % l'objectif fixé. Pour autant, ce retrait de près d'un million de barils du marché n'a pas eu d'impact notoire sur les prix, pour quatre raisons : d'abord, le fait que la référence retenue pour établir les baisses de production ait été le niveau d'octobre 2016, à savoir un niveau élevé pour plusieurs pays ; par ailleurs, trois pays de l'OPEP ont été « épargnés » par les baisses de production. L'Iran s'est ainsi vu accorder un plafond de production de 4 Mbj (0,3 Mbj de plus qu'en octobre 2016), pour lui permettre de retrouver son niveau d'avant les sanctions occidentales. De même, la Libye ou le Nigéria n'ont pas été soumis à un plafond de production, or ils ont connu une forte hausse de production entre octobre 2016 et juillet 2017 (460 000 barils par jour pour la Libye et 190 000 barils par jour pour le Nigéria). En outre, la production des pays hors OPEP a continué sa progression dynamique : la production des États-Unis a ainsi augmenté de 1,1 Mbj entre octobre 2016 et juillet 2017, et celle du Brésil de 0,3 Mbj, ce qui a largement contrebalancé la baisse de la production russe (-0,3 Mbj) ou mexicaine (-0,1 Mbj). Enfin, les stocks demeurent à des niveaux élevés : ils représentent 102 jours de demande aux États-Unis et 99 jours de demande dans les pays de l'OCDE.

### **Vers un équilibre offre-demande en 2018-2019**

En 2017 et 2018, nous anticipons une croissance soutenue de la demande mondiale (+1,3 Mbj en 2018 et +1,4 Mbj en 2019), sous l'effet des pays émergents (Chine et Inde notamment). La demande chinoise représenterait 0,4 Mbj supplémentaires par an, soit un tiers de la hausse globale.

Du côté de l'offre, le dynamisme vient de la croissance de l'offre non OPEP, qui augmenterait de 1 Mbj chaque année, de 2017 à 2019. En 2017, le supplément d'offre de l'Amérique du Nord représenterait 0,8 Mbj, dont 0,6 Mbj pour les États-Unis et 0,2 Mbj pour le Canada. Le Kazakhstan et le Brésil contribueraient à la hausse à hauteur de 0,2 Mbj chacun. La production baisserait en revanche au Mexique (-0,2 Mbj) et en Chine (-0,1 Mbj). Le scénario serait identique en 2018 et 2019. Du côté de l'OPEP, on s'attend à ce que

l'organisation maintienne sa cible d'octobre 2016 jusqu'en mars 2018. Cela étant, l'Iran a le potentiel pour augmenter sa production d'au moins 0,2 Mbj et on s'attend à ce que d'autres producteurs relâchent leur engagement en 2018, ce qui nous conduit à inscrire une hausse de 0,5 Mbj de la production OPEP en 2018.

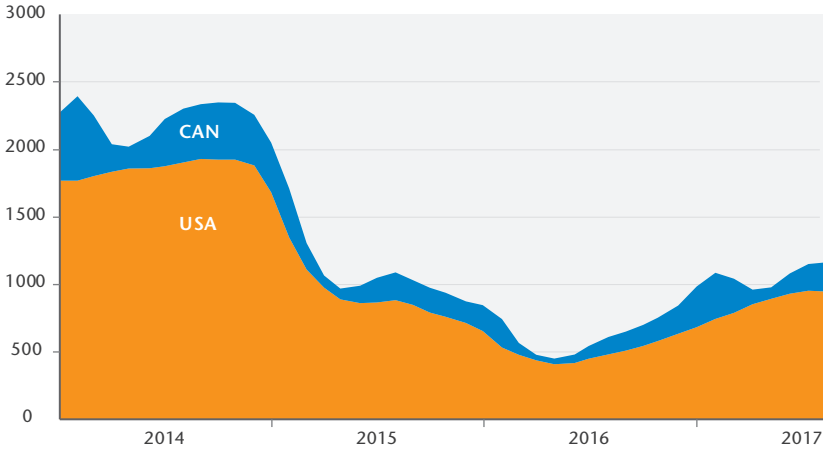
### **La production américaine : clef de voûte de la production mondiale**

Notons tout d'abord que le passage de l'ouragan Harvey qui a touché le golfe du Mexique fin août 2017 n'a pas affecté les prix, malgré une baisse de production ponctuelle de 0,2 Mbj en août (d'après l'Agence internationale de l'énergie). L'évolution de la production américaine est cruciale pour le niveau des prix : par sa progression dynamique, cette dernière a permis, notamment depuis 2014, d'éviter une flambée du prix du baril. Le nombre de foreuses pétrolières en activité progresse depuis le point bas de mai 2016, mais se situe très en dessous du niveau de 2014 (graphique 16). Cependant, 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 et d'investissement ont baissé : les coûts de production se situent autour de 40 dollars d'après le US Bureau of Labor Statistics, soit une baisse de 35 % depuis fin 2014 ; quant aux dépenses d'investissement en amont, elles représentent moins de 15 dollars par baril produit (contre 27 dollars en 2014). Enfin, selon les chiffres de l'EIA, les dépenses d'investissement pétrolier ont représenté 67 milliards de dollars au deuxième trimestre 2017, soit une croissance de 4 % en glissement annuel. Cela motive notre hypothèse de hausse de production à hauteur de 0,6 Mbj en 2018 et en 2019.

### **Un profil marqué aussi par les fluctuations du taux de change**

Les mouvements de change ont aussi modelé la trajectoire des indices de prix au cours de ces deux dernières années. En zone euro, la baisse de la monnaie unique de 20 % entre la mi-2014 et mars 2015 a modéré la baisse des prix des importations d'énergie, après leur conversion de dollars en euros, et a renchéri le prix des importations autres que l'énergie, prévenant l'apparition d'une inflation négative en 2015 et en 2016. En accentuant la désinflation

**Graphique 16. Nombre de foreuses pétrolières en activité aux États-Unis et au Canada**



Source : Baker Hughes.

importée, l'appréciation du dollar a eu un effet symétrique à celui de la zone euro aux États-Unis. La stabilisation du taux de change de l'euro autour de 1,1 dollar pour 1 euro jusqu'en mai 2017 a répercuté intégralement la remontée des cours du brut sur l'inflation en zone euro en 2016. Aux États-Unis, le niveau d'inflation supérieur à celui de la zone euro depuis le début de 2016 traduit davantage un effet du déphasage cyclique avec la zone euro, où la croissance est plus faible et le chômage plus élevé, qu'une plus forte répercussion des déterminants de l'inflation importée. Quant au Royaume-Uni, qui a cumulé la remontée des cours du brut et la dépréciation de la livre en 2016, l'inflation y est supérieure de 1 point à celle de ses partenaires.

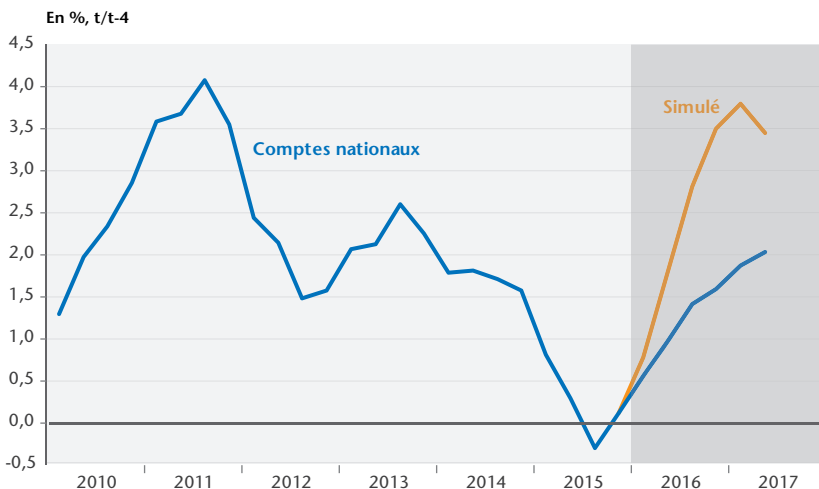
Purgée des fluctuations des prix de l'énergie et des produits volatiles, notamment alimentaires, l'inflation sous-jacente témoigne de tendances de fond contrastées des prix au sein des pays développés. En zone euro, l'inflation sous-jacente s'établit autour de 1 % en 2017 (graphique 4), loin de la cible des 2 % définie par la BCE, malgré la politique monétaire ultra-accommodante conduite après le début de la crise des dettes souveraines. Force est de constater que l'ouverture des vannes monétaires, notamment par la mise en place au début de 2015 d'un programme massif de rachat de titres privés et publics sur le marché secondaire de la dette, a eu peu d'effet sur l'inflation jusqu'à présent.

Au Japon, la situation est franchement préoccupante : la politique économique de relance menée par le Premier ministre Shinzo Abe, ainsi que les hausses de TVA, avaient permis d'interrompre la dynamique déflationniste à l'œuvre depuis la crise financière de 2007-2008, mais cet effet a disparu et l'économie japonaise flirte à nouveau dangereusement avec la déflation.

Les États-Unis sont revenus à la situation d'avant-crise, puisque leur inflation sous-jacente a rejoint la cible des 2 %, seuil autour duquel elle fluctue depuis la mi-2011. Au Royaume-Uni, l'inflation sous-jacente s'est nettement redressée à la fin de 2016 pour atteindre 2,7 % en août 2017, sous l'effet du mouvement de dépréciation de la livre engagé au début de 2016.

Néanmoins, 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, s'est établie à 2 % au deuxième trimestre 2017 (graphique 17). Or sur la même période, le déflateur des importations, incluant les prix de l'énergie mais aussi ceux des biens importés autres que l'énergie affectés par la dépréciation de la livre, a crû de 5,8 %, ce qui, compte tenu du poids des importations dans

Graphique 17. Déflateur de la consommation au Royaume-Uni \*



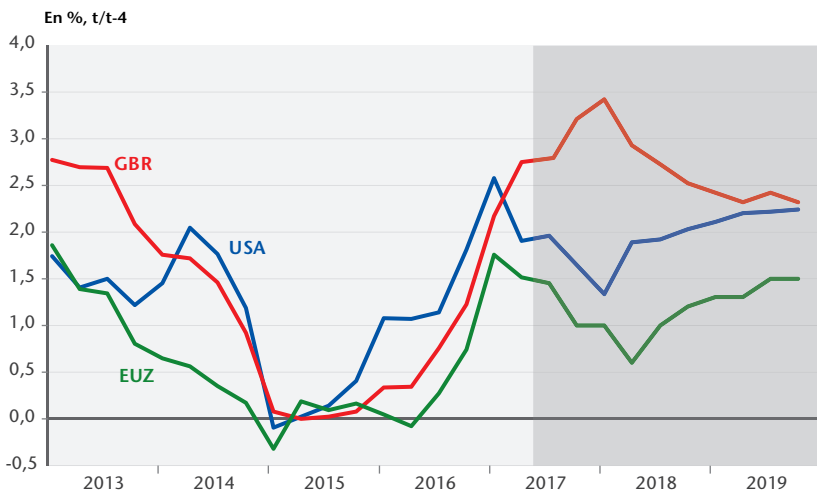
\* : le déflateur de la consommation des ménages issu des comptes nationaux (+2 % au deuxième trimestre 2017) fournit une évaluation différente de la mesure de l'inflation par l'indice des prix harmonisé mensuel (+2,7 %) Sources : ONS, calculs OFCE.

l'indice d'ensemble, 18 %, impliquerait une inflation d'origine interne voisine de 1,1 %. Or ce constat est incompatible avec la mesure d'une inflation sous-jacente de 2,4 % en moyenne trimestrielle au deuxième trimestre 2017.

Il semble donc que la répercussion de la hausse du prix des importations sur le marché intérieur au Royaume-Uni n'ait été que très partielle avec probablement pour conséquence une baisse de marges consenties par les distributeurs de produits importés. La simulation sur l'année 2016 de l'évolution du déflateur de la consommation au Royaume-Uni, selon ses déterminants historiques, montre qu'au deuxième trimestre 2017 l'inflation aurait dû s'établir à 3,5 % et non pas à 2 % comme mesuré par les comptes nationaux.

Cette sous-répercussion du supplément d'inflation importée sur le marché britannique devrait maintenir les prix intérieurs sous pression si l'on admet que les distributeurs ne puissent concéder durablement un affaissement de leurs marges. Un pic à 3,4 % au Royaume-Uni serait ainsi atteint au premier trimestre 2018 avant une retombée qui maintiendrait toutefois l'inflation un peu au-dessus de la cible des 2 % à l'horizon 2019 (graphique 18). Aux États-Unis, les prix resteraient plus dynamiques qu'en zone euro,

**Graphique 18. Taux d'inflation prévus dans les pays développés**



Sources : Eurostat, BLS, ONS, prévisions OFCE octobre 2017.

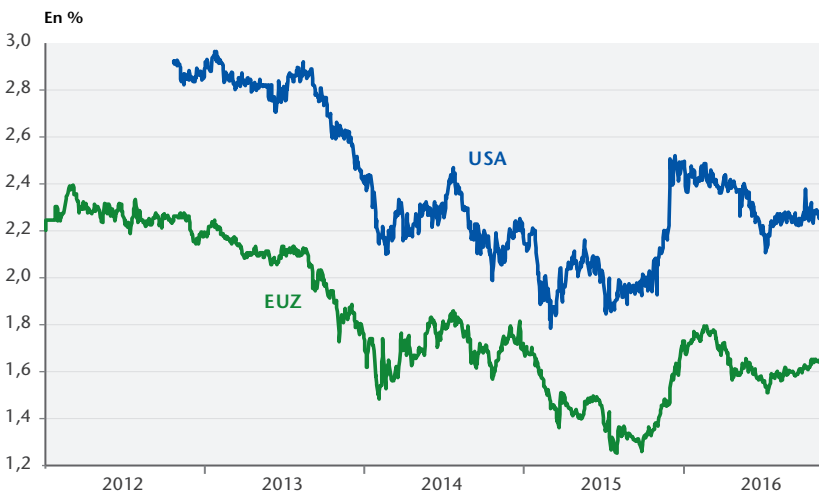


autour de 2 %, illustrant le décalage conjoncturel entre les économies à croissance rapide et à faible chômage et les économies à croissance plus lente et à chômage plus élevé.

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, à la mi-octobre 2017, pour les années 2022 à 2027.

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 l'économie européenne. Ces inquiétudes ont toutefois paru se dissiper et entre septembre et décembre 2016, les anticipations d'inflation se sont redressées aux États-Unis et en zone euro (graphique 19). 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. En octobre 2017, les anticipations se

Graphique 19. Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans



Source : Eikon Thompson Reuters.

situent à proximité du seuil de 3,5 %, alors que les agents anticipent l'après-Brexit avec ses conséquences monétaires (baisse de la livre sterling) et commerciales (renchérissement du prix des produits importés).

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 remontée graduelle des taux directeurs depuis le quatrième trimestre 2015.

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.