

## Le retour de l'inflation : une chance ?

Le retour de l'inflation est patent. En zone euro, cette dernière est de 7.5% et s'apprête à dépasser les 8%, du jamais vu depuis des années. Mais ce retour est une tendance au niveau mondial : tandis que la Fed enregistre un taux de 8%, le taux d'inflation en Turquie a littéralement explosé depuis ces derniers mois. L'inflation est définie par l'INSEE comme l'augmentation durable et générale du niveau des prix. Elle est mesurée par l'Indice des prix à la consommation (IPC) qui se base sur des paniers de biens de référence représentatifs des Français. L'inflation sous-jacente est l'inflation qui ne comprend pas certains prix très volatils (prix de l'énergie, prix de certaines matières premières comme le blé par exemple). La guerre en Ukraine et les sanctions économiques imposées par les différents Etats, largement dépendants de l'importation du gaz russe, ont accentué une tendance déjà présente dans les économies. Si le retour de l'inflation s'évalue à 5% en France (soit 3 points de moins que la moyenne de la zone euro), le blocage des prix par le gouvernement masque l'importance de ce phénomène présent avant la guerre : elle est à la fois exogène et endogène. Parler de chance à propos de ce retour de l'inflation semble paradoxal : alors que les instituts de sondage relèvent que la principale préoccupation des Français est le pouvoir d'achat, thème qui a animé la campagne présidentielle, l'inflation a tendance à renchérir le coût de la vie. La Banque centrale européenne (BCE), présidée par C. Lagarde, a en effet bien pour première mission de la stabilité des prix, mission qui s'exprime par une cible d'inflation un peu en dessous des 2%. Par bien des aspects, le retour de l'inflation ne semble pas représenter une chance, comme en témoigne le redressement du taux directeur européen pour provoquer la désinflation (diminution de l'augmentation). Pourtant, rien ne paraît relancer la croissance économique suffisamment vite. L'inflation, qui refait surface après de longues années, peut constituer une aubaine pour les décideurs publics dans leur lutte contre le chômage, à l'instar de la relance

Biden aux Etats-Unis. La notion de chance que pose le sujet ne doit pas faire oublier qu'elle l'est pour certains et beaucoup moins pour d'autres. Plus que tout, c'est la nature de ce « retour » de l'inflation qui doit être questionnée pour appréhender la question de savoir s'il constitue une chance, et si oui dans quelle mesure. En effet, le retour peut s'accompagner de nouveauté ou non.

Face au phénomène imprévisible de son retour, comment les politiques économiques doivent-elle s'adapter pour saisir l'inflation comme une chance ?

Le retour de l'inflation ne constitue pas une chance pour les agents économiques si ce retour est auto-entretenu et cumulatif (I). Cependant, s'il est maîtrisée et transitoire, le retour de l'inflation peut constituer une chance pour l'activité économique dans son ensemble (II).

Le retour de l'inflation, en tant qu'il peut être cumulatif est auto-entretenu, fait craindre le retour d'une crise économique dans la zone euro et plus largement dans le monde. Les coûts qui peuvent être associés à l'inflation paraissent particulièrement élevés (A) et son retour fait craindre l'apparition d'une « spirale inflationniste » (B).

Le retour de l'inflation fait craindre les coûts qui l'accompagnent. Le pouvoir d'achat est le premier impacté par ce retour. L'augmentation des prix, si elle suit un rythme plus soutenu que les salaires, déprécie les salaires réels (c'est-à-dire le rapport entre les salaires nominaux et les prix des biens). Par conséquent, l'inflation qui n'est pas suffisamment suivie par les salaires diminue

l'ensemble des paniers de biens disponibles, puis la satisfaction des consommateurs. Thème clef de la campagne présidentielle, la guerre en Ukraine et les sanctions économiques imposées sur la Russie par l'Union européenne ont pesé sur les ménages, ces derniers voyant les prix de l'énergie augmenter considérablement malgré les « chèques énergie » distribués aux tranches les plus modestes. Un récent Focus du Conseil d'analyse économique (CAE) remarque toutefois que cet impact est bien plus prononcé pour l'Allemagne et les pays de l'Est (Lituanie et Estonie au premier rang), bien plus dépendants du gaz russe. Reste que la part du gaz russe en France est de 40%. Même si les pensions de retraites sont indexées sur les prix, les personnes à la retraite voient leurs revenus diminuer par ce retour de l'inflation dans la zone euro. Les coûts de l'inflation s'expriment aussi par des coûts en chaussure. L'inflation fait perdre sa valeur à la monnaie : si les prix augmentent d'ici demain, je devrais trouver plus d'unités monétaires pour mes achats. Ainsi, placer mes réserves n'est pas intéressant : mon placement perd de sa valeur au cours d'une période donnée. Les coûts en chaussure sont précisément les coûts liés au déplacement occasionné par le retrait d'argent à la banque par les agents économiques. A ces coûts s'ajoutent les coûts en menu : ces derniers renvoient aux coûts supportés par les entreprises dans les changements de prix qu'elles doivent opérer. Un retour de l'inflation fait craindre une résurgence de ces coûts qui freinent le fonctionnement de l'activité économique et crée une incertitude quant à cette dernière. Le coût sur les exportations est également à prendre en compte. Le retour de l'inflation renchérit le taux de change réel, ce qui ralentit la compétitivité d'un pays et donc les exportations de certains secteurs de l'économie. D'autant qu'un tel retour pèse sur le financement des dépenses publiques. En réaction à cette hausse des prix dans la zone euro, la BCE a porté son taux directeur à 1.4% environ, et il est probable qu'il augmente davantage dans les mois à venir. De fait, emprunter de l'argent n'est plus aussi

facile pour l'Etat et, même si l'endettement n'augmente pas en soi, le coût de la dette est accentué par un retour de l'inflation si cette dernière vient s'installer durablement. Les dépenses publiques sont donc plus contraintes qu'elles ne l'étaient avant une inflation installée et rampante, dans un contexte où se pose la question du financement de la transition écologique. La BCE elle-même, dont le mandat est la stabilité des prix, doit se concentrer sur cet objectif et laisser de côté d'autres objectifs comme la lutte contre le chômage ou même contre le réchauffement climatique. Elle est moins encline à racheter une partie des dettes de l'Etat, d'où un renchérissement du coût du financement de la dette. Comme le souligne T. Piketty dans *Le capital au XXIème siècle*, les patrimoines peuvent prendre une importance considérable en période d'inflation, accentuant les inégalités. On voit ainsi qu'un retour de l'inflation engendre des coûts nuisibles à l'économie. Ces coûts sont propres à l'inflation telle qu'elle pourrait s'installer durablement.

Plus que tout, ce retour de l'inflation depuis des années fait craindre une « spirale inflationniste » où l'inflation entamerait un processus cumulatif et auto-entretenu. A long terme, les décideurs publics doivent arbitrer entre l'inflation et le chômage. La courbe de Phillips, du nom de l'économiste qui la trace dans les années 1960, nous donne cette relation (représentée sur l'annexe 1, dernière page). Son équation est :  $\pi = \pi^E + B(u^* - u) + v$ , avec  $\pi$  le taux d'inflation,  $\pi^E$  le taux d'inflation anticipée,  $u^*$  le taux de chômage en plein emploi (taux de chômage naturel),  $u$  le taux de chômage actuel et  $v$  un choc d'offre potentiel.  $u^* - u$  mesure l'écart inflationniste entre le taux de chômage de la production potentielle et celui de son niveau actuel. Pour Phillips, un niveau bas d'inflation amène nécessairement un chômage plus élevé. Dans ce contexte, un retour de l'inflation apparaît comme une chance, mais il s'agit là seulement d'une question de court terme selon FRIEDMAN, figure de proue néoclassique du courant monétariste qui prend son essor dans les années

1970. En effet, le retour de l'inflation diminue les salaires réels dans un premier temps. Les syndicats réalisent peu à peu cette situation et réclament une hausse des salaires nominaux. Les ressources humaines réagissent et augmentent les coûts fixés par l'entreprise, ce qui renchérit l'inflation. Les anticipations suite au retour de l'inflation s'adaptent et  $\pi^e$  se modifie de telle sorte qu'à long terme, le niveau de chômage va retrouver son état antérieur (NAIRU). Un retour de l'inflation, bien loin de diminuer le chômage à long terme selon la théorie des anticipations adaptatives, n'aurait pour effet que d'empirer la situation inflationniste et entamer un processus par lequel elle s'auto-entretient. C'est dans ce sens qu'il déclare : « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire », elle ne peut avoir d'effet positif sur l'économie. Pour cet auteur, les gouvernements doivent être seuls rendus responsables d'un retour de l'inflation. L'économiste Sagan va plus loin : pour ce dernier, les anticipations des agents (syndicats, décideurs politiques) sont rationnelles et s'ajustent automatiquement à la suite des annonces faites par les autorités monétaires. Selon cette théorie des anticipations rationnelles, FRIEDMAN n'est pas allé assez loin dans son analyse et même dans le court terme un retour de l'inflation n'est pas de bonne augure. Dans tous les cas, un retour de l'inflation pourrait enclencher un processus vicieux dans lequel l'économie serait comme « dopée » par une inflation toujours croissante. Il en va de l'intérêt des politiques économiques de réagir face à un retour de l'inflation. Posée par Fisher dans les années 1920, l'équation quantitative s'écrit comme suit :  $MV = PT$ , avec M la masse monétaire, V la vitesse de circulation de la monnaie, P le niveau général des prix et T le volume des transactions. Pour FRIEDMAN, la vitesse de circulation de la monnaie (V) et le volume des transactions (T) sont constants. Les décideurs des banques centrales n'ont pas d'autres choix que de diminuer la masse monétaire en circulation pour faire face au retour de l'inflation et ses conséquences durables.

La conséquence d'une telle décision est la création d'une récession économique. Face au retour de l'inflation des années 1980, le président de la FED, P. Volcker, a opté pour une telle politique, créant une récession considérable. L'économiste P. Arthus propose la même mesure, afin de « tuer dans l'œuf » ce retour qu'il ne voit pas d'un bon œil en zone euro. Suivant la règle de Taylor, la BCE cible une inflation de 2% qui suit *grosso modo* le rythme de croissance de l'économie, elle est considérée comme « un mal nécessaire ». Eviter une spirale inflationniste .

Un retour de l'inflation dans le monde, en tant que celle-ci s'installe durablement dans l'économie, fait craindre des coûts élevés pour l'économie et une spirale auto-entretenu et cumulatrice qui frapperait de plein fouet les agents économiques, soit pas une inflation toujours plus couteuse, soit par la récession qu'elle entraînerait.

Cependant, le retour de l'inflation peut être pris comme une chance pour l'activité économique si cette inflation est maîtrisée par les autorités publiques. Le retour de l'inflation est à même de relancer une activité économique en berne (A) à condition que l'inflation soit maîtrisée et si possible transitoire (B).

Un retour de l'inflation peut relancer une activité économique qui paraît mise à mal depuis quelques années. D'un point de vue microéconomique, la baisse des salaires réels occasionnée par le retour de l'inflation permet de mettre de « l'huile dans les rouages » du marché du travail. Les demandeurs de travail sont plus aptes à acheter du travail lorsque le prix de ce facteur de

production est bas. Dans un contexte où les contrats de travail sont rigides pour la grande majorité d'entre eux, une inflation mesurée permet de redonner du dynamisme au marché du travail. On retrouve une nouvelle fois la courbe de Phillips, mais cette fois-ci il s'agit de remettre en cause les hypothèses sur les anticipations (au demeurant empiriquement très difficiles à prouver). Une récente Lettre du CEPII intitulée « La courbe de Phillips n'est pas celle que vous croyez » revient sur les observations empiriques de cette courbe. L'auteur constate que le taux de chômage n'est pas tant corrélé au taux d'inflation qu'au taux de change d'un pays. La forme de cette courbe (Annexe 1 – schémas 2) importe aussi : plus cette relation est élastique, plus la variation du taux d'inflation impacte négativement la variation du taux de chômage. Dans tous les cas, cette relation peut être questionnée de même que l'existence d'un « taux de chômage naturel » dans l'économie. Lawrence et Summers mettent en doute ce principe par l'existence « d'effets d'hysteresis » par lesquels le taux de chômage dans le long terme peut subir les conséquences des crises économiques et des reprises du court terme. D'un point de vue macroéconomique, le retour de l'inflation peut être une chance pour la relance économique. Le modèle OA-DA (que l'on retrouve sur l'annexe 2 de la page 9) permet d'illustrer cet effet positif de l'inflation. La courbe OA représente l'offre agrégée (incliné à court terme et verticale à long terme) tandis que la courbe DA représente la demande agrégée (pour un niveau des prix donné, elle s'obtient par l'équation  $Y = C + I + G + NX$ , avec Y la production, C la consommation, I l'investissement, G les dépenses publiques et NX le solde commercial, ce dernier que l'on choisit de ne pas traiter pour des raisons pratiques). Un retour de l'inflation, qui n'encourage pas les comportements d'épargne et encore moins la thésorisation, peut pousser les agents économiques à consommer davantage ou bien investir comme dans le cas de l'épargne Covid par exemple. Cet accroissement de la quantité demandée dans

l'ensemble de l'économie pousse à la hausse la courbe DA. Celle-ci effectue un déplacement vers la droite pour un nouveau niveau de prix donné, plus élevé celui-ci. La production de l'économie réagit et le nouvel équilibre passe de A en B, augmentant par la même le PIB actuel vers le PIB de plein emploi. Là encore, l'impact de ce retour de l'inflation est d'autant élevé que la courbe OA est horizontale, donc élastique. On voit donc qu'un retour de l'inflation peut constituer une chance pour une relance de l'activité économique.

Le retour de l'inflation, s'il s'accompagne de coûts, peut s'avérer bénéfique dans le calcul coût-avantage à condition que l'inflation soit correctement maîtrisée et qu'elle reste en partie transitoire. Dans une colonne du New York Times, Paul Krugman exprimait son avis sur la relance décidée par le président américain fraîchement élu Joe Biden. Cette relance massive, qui se voulait être à la hauteur du New Deal de Roosevelt en 1933, faisait craindre un retour de l'inflation aux Etats-Unis qui pourrait être catastrophique pour le pays. Krugman explique que l'inflation se décompose en une *core inflation* et une « inflation transitoire ». La première est l'inflation permanente de l'économie, tandis que la deuxième est passagère et propre à une relance décidée par les autorités publiques. Il n'y aurait pas lieu de s'inquiéter du retour d'une inflation durable et désastreuse. L'inflation est pour partie aussi structurelle, mais un retour peut être vu comme une chance. Un effet important du retour de l'inflation est qu'il permet des meilleures conditions de remboursement de la dette, privée comme publique. On peut partir de l'équation de Fisher qui s'écrit comme suit :  $r = i - \pi$ , où  $r$  est le taux d'intérêt réel,  $i$  est le taux d'intérêt nominal et  $\pi$  est le taux d'inflation. Cette équation peut se récrire comme suit :  $E_r = E_i - E_{\pi}$  où  $E$  désigne les anticipations respectives à chacune des variables. Dans le contexte d'un retour de l'inflation non anticipée,  $\pi$  augmente naturellement tandis que les autres variables sont constantes. Il s'ensuit que la différence entre  $E_i$  et  $E_{\pi}$  est moindre et donc que

le taux d'intérêt réel est moins élevé. Ainsi, l'emprunteur, celui qui payent au taux d'intérêt, bénéficie d'une chance de rembourser sa dette plus facilement grâce au retour de l'inflation. Si ce retour contraint le financement des dépenses publiques, il permet en même temps d'honorer ses engagements plus facilement. Bien sûr, les prêteurs sont lésés de leur côté. Fisher a écrit lui-même son ouvrage suite à la perte complète de sa fortune. Une inflation non-anticipée peut engendrer de grande perte du côté des épargnants et des prêteurs. Les médias présentent même l'épisode d'hyperinflation de 1923 en Allemagne comme responsable de l'arrivée d'Hitler et du nazisme au pouvoir, ce qui expliquerait aujourd'hui l'intransigeance de l'Allemagne sur la mission de stabilité des prix de la BCE. Dans *Le salaire de la destruction*, l'historien A. Tooze déconstruit ce mythe. D'abord, la situation en Allemagne est stable dès 1924 et les problèmes monétaires sont résolus. Ensuite, l'épisode d'hyperinflation a été menée en conscience par les élites économiques allemandes, désireuse d'en finir avec le paiement des réparations imposées par la traité de Versailles. Ce sont les petits épargnants, pour la plupart, qui ont vu leur réserves fondrent et ont été la première catégorie sociale séduite par le nazisme (qui prend son essor avec la crise de 1929). Ce mythe perdure néanmoins et contribue à faire de l'inflation un malheur absolu et son retour est presque perçu comme une atteinte aux fondements de la démocratie même. Cela doit nous conduire à une réflexion plus large sur les notions employées. Il faut rappeler que l'IPC est un indicateur construit socialement et qu'il a fait l'objet de conflits sociaux. Si le fétichisme pour le big data permet de mieux la mesurer, un « retour » de l'inflation dans les indicateurs peut engendrer un effet Botskin (i.e une réduction automatique des dépenses publiques), d'où l'importance d'une bonne maîtrise des outils de mesure de l'inflation qui peut s'avérer bien plus bénéfique que couteuse si bien maitrisée.

Pour conclure, les politiques économiques doivent s'accorder sur ce que signifie la notion de retour de l'inflation pour saisir pleinement ce dernier comme une chance donnée à l'économie dans son ensemble de retrouver un certain dynamisme. Certes l'inflation ne va pas sans coûts, mais les avantages qui l'accompagnent peuvent se révéler bien supérieurs à ces derniers si la nature de cet retour (*core inflation* et/ou *transitory inflation*) est clairement identifiée. Les discours hostiles aux bienfaits que peut avoir l'inflation quand elle est maîtrisée ne sont bien souvent fait à partir d'aucune vérification empirique. Plus que tout la science économique a besoin d'indicateurs solides pour mesurer l'inflation et d'observations empiriques. Surtout, ce sont les inégalités générées par l'inflation (importance du patrimoine accumulé) qui doivent être prises en compte par les autorités publiques.