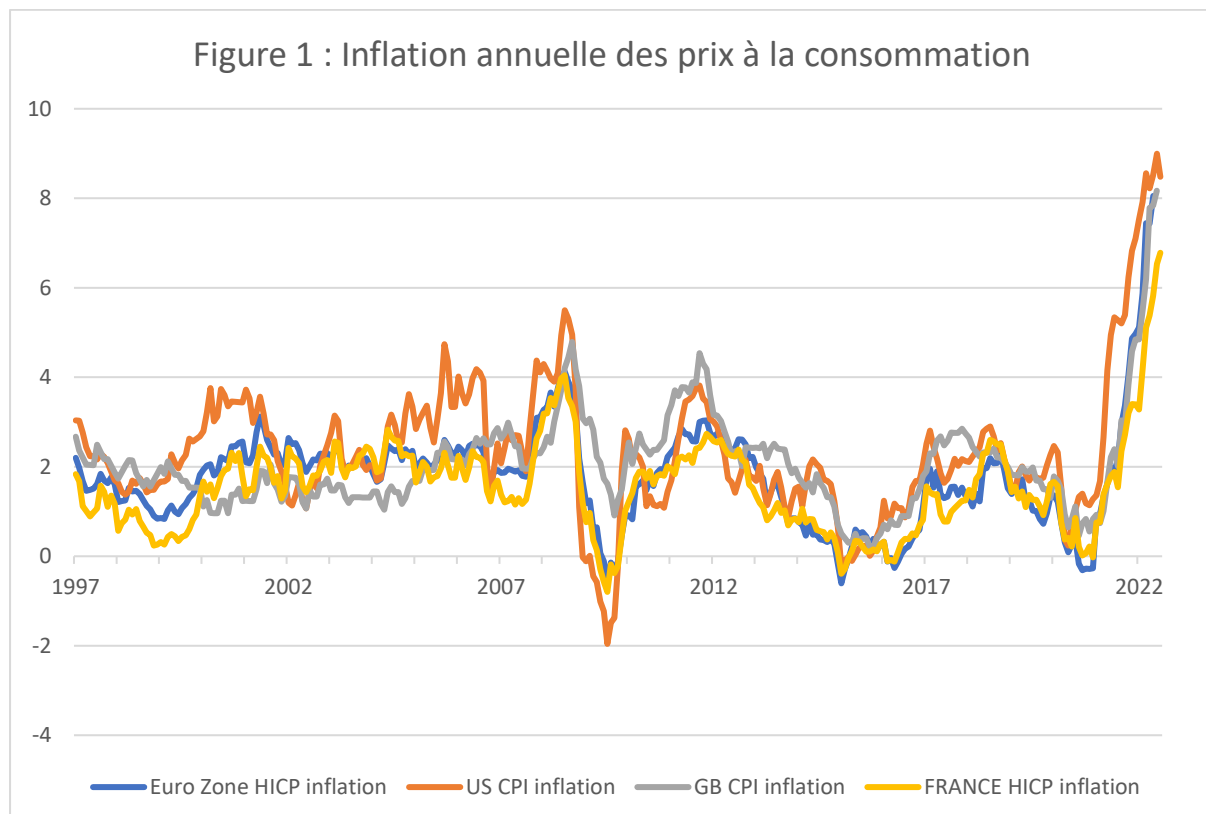


#ECOPOURTOUS

Le retour de l'inflation

Tobias Broer

Nous le constatons à chaque fois que nous nous rendons au supermarché, à la station-service ou sur notre site de courses en ligne préféré : les prix ont considérablement augmenté ces derniers mois. L'inflation se fait ressentir d'autant plus fortement qu'elle touche les produits du quotidien, à commencer par les denrées alimentaires et le carburant. Les données statistiques nous montrent également que l'« inflation » - définie comme le renchérissement en pourcentage du prix d'un panier type de produits de consommation - fait son grand retour. Au sein de la zone euro, les prix à la consommation ont augmenté de plus de 8 % l'année dernière, dépassant largement l'objectif d'inflation de 2 % fixé par la Banque Centrale Européenne (BCE). Par ailleurs, pour de nombreux pays européens, cette situation diffère de celle connue au cours des 40 dernières années. Cette flambée de l'inflation a pris de court la plupart des économistes, ainsi que la BCE, pourtant chargée de stabiliser l'inflation au moyen de la politique monétaire. À sa décharge, les prix à la consommation ont longtemps été marqués par une stabilité remarquable. Néanmoins, depuis mai 2021, leur augmentation est supérieure à celle des huit années précédentes cumulées. Ce phénomène n'est pas spécifique à la zone euro : l'inflation atteint des niveaux plus élevés encore aux États-Unis ou au Royaume-Uni, par exemple.



Légende : Inflation Zone euro - Inflation États-Unis - Inflation Royaume-Uni - Inflation France
Inflation IPCH (Indice des prix à la consommation harmonisés)

La brusque poussée inflationniste illustrée dans la figure 1 ci-dessus réduit le pouvoir d'achat des ménages. Ce phénomène nous impose de réfléchir à la persistance de cette hausse et, à ce titre, de répondre à trois questions : quelle est son origine ? Quelles sont les conséquences pour les ménages et les entreprises ? Enfin, que peuvent et que doivent faire les responsables politiques ?

Quelle est l'origine de la hausse inattendue de l'inflation ?

Une manière de répondre à cette question est d'identifier les produits majoritairement responsables de l'augmentation des prix à la consommation. Rappelons que les rapports publiés par la BCE ou les organismes statistiques nationaux concernant l'inflation des prix à la consommation ne rendent compte que d'une moyenne pondérée des variations de prix entre plusieurs catégories de produits de consommation (les pondérations correspondent à la part du budget consacré en moyenne à ces produits par les consommateurs).

La guerre en Ukraine a gonflé les prix de l'énergie et des denrées alimentaires

Une telle analyse comptable révèle que certains prix ont augmenté bien plus que d'autres¹. Le prix de nombreux produits, en particulier ceux auxquels nous prêtons généralement moins d'attention, comme les loyers ou les services de communication, n'ont pas augmenté plus que d'habitude. À l'inverse, l'énergie a vu son prix grimper de plus de 40 % depuis mai 2021, principalement en raison de la hausse des prix du pétrole et du gaz suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les cours des denrées alimentaires se sont

également envolés de près de 8 %, du fait notamment de ruptures d'approvisionnement de certains biens agricoles dont l'Ukraine est un important producteur. Or, les dépenses énergétiques et alimentaires sont deux postes majeurs de dépenses des ménages. Ensemble, elles représentent - à parts à peu près égales - environ un tiers de l'indice global des prix à la consommation.

La pandémie a complexifié l'offre et la demande

Certains biens et services pourtant épargnés par la guerre ont également accusé un net renchérissement. Les raisons de cette tendance sont plus difficiles à cerner. On pense souvent que la hausse des prix est due à l'augmentation de la demande et/ou l'affaiblissement de l'offre. Le fait que la poussée inflationniste ait eu lieu à partir de la mi-2021 suggère que la pandémie de Covid-19 n'y est pas étrangère. En effet, la pandémie a eu pour conséquence de bouleverser les ordres établis de l'offre et de la demande à l'échelle planétaire².

S'agissant de la demande, les dépenses dans le secteur des services nécessitant des interactions humaines (par exemple la restauration) se sont effondrées sous le

¹ Pour une ventilation de l'inflation des prix à la consommation dans la zone euro par pays et par catégorie de produit, consulter

https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html

poids de la pandémie et n'ont pas encore retrouvé leurs niveaux d'avant-pandémie. La demande en matière de biens durables (par exemple les voitures ou les téléviseurs) s'est écroulée au début de la pandémie, l'incertitude régnante ayant poussé les consommateurs à reporter leurs achats importants. Elle a ensuite connu un rebond considérable lorsque les ménages se sont mis à dépenser leur épargne forcée et les ressources supplémentaires provenant des aides publiques. L'offre mondiale de biens de consommation durable et les produits nécessaires à la production de ces derniers, tels que les services de transport ou les semi-conducteurs, a ainsi été mise à rude épreuve. Les prix des produits de consommation non alimentaires importés ont de fait augmenté de plus de 10 % l'année dernière dans la zone euro.

Mais la pandémie a également transformé l'offre, en déplaçant notamment l'offre de main-d'œuvre. En effet, nombreux sont ceux qui ont quitté le marché du travail pendant la pandémie et n'y sont pas encore retournés, en particulier dans le secteur des services à la personne. En outre, la convalescence des travailleurs testés positifs et les confinements en Chine continuent de bouleverser l'offre mondiale.

Dernier corollaire de la pandémie dérivé des politiques visant à en amortir l'impact : les plans de relance budgétaire successifs ont permis à de nombreux salariés de conserver leur emploi tout en se constituant une épargne à dépenser une fois la tempête passée. Cela se vérifie particulièrement aux États-Unis.

... les perspectives d'inflation restent par conséquent incertaines

L'effet direct des prix élevés de l'énergie et des denrées alimentaires sur l'inflation des prix à la consommation en glissement annuel finira par s'estomper. L'indice global des prix à la consommation pourrait même diminuer si ces hausses de prix disparaissent avec la fin de la guerre en Ukraine. Mais les changements post-Covid dans l'offre et la demande pourraient s'inscrire dans la durée, si les salariés jugent leur ancien emploi moins attrayant ou s'ils décident de réduire leur offre de travail. Ainsi, il est beaucoup plus difficile de comprendre et de prévoir les fluctuations de prix à venir. En outre, comme cette inflation est sans égale avec celle observée au cours des 40 dernières années, les données statistiques ne nous fournissent guère d'indications quant à la manière dont les salariés et les entreprises réagiront à l'évolution de leur pouvoir d'achat et de leurs dépenses. Les salaires, en particulier, ont récemment enregistré une croissance plus rapide dans la zone euro. Comme les salaires représentent typiquement le premier poste de dépenses des entreprises, cela pourrait déclencher de nouvelles hausses des prix. Cette éventualité dépendra en partie des niveaux d'inflation pressentis par les salariés et de leur volonté à accepter une baisse de leur pouvoir d'achat. Les niveaux d'inflation pressentis ont récemment augmenté. Cependant, du fait de l'affaiblissement du rôle des syndicats, il est possible que l'inflation ne soit que partiellement compensée par des augmentations de salaires. L'ensemble de ces éléments crée une grande incertitude quant aux perspectives d'inflation.

Quelles sont les conséquences de l'inflation pour les ménages et les entreprises ? Et quel est le niveau 'optimal' de l'inflation ?

Une hausse soudaine de l'inflation comme celle que nous subissons actuellement implique que de nombreux ménages dont les salaires n'ont pas évolué à la hausse connaissent des fins de mois plus difficiles. Les ménages modestes qui épargnent peu sont contraints de réduire leur consommation. Les entreprises voient leurs coûts s'alourdir, alors que les prix de leurs produits sont souvent fixés par des contrats à long terme, ce qui ronge leurs marges. Plus généralement, dans le court terme, l'inflation surprise entraîne une redistribution des revenus, de ceux qui ne peuvent pas rapidement augmenter leurs prix ou leurs salaires vers ceux qui ne sont pas contraints. À plus long terme du fait de l'augmentation permanente du niveau des prix, l'inflation surprise réduit la valeur de l'épargne et de la dette exprimée en équivalent de consommation, redistribuant ainsi les revenus des épargnants vers les emprunteurs. Les gouvernements, dont les recettes fiscales suivent l'évolution des prix, ont ainsi plus de facilité à rembourser leur dette, tandis que les détenteurs d'obligations d'État sont perdants. Il est important de noter qu'une telle redistribution n'est généralement pas équitable. En outre, elle accentue la méfiance des salariés et des épargnants quant à la possibilité d'une future érosion de leur pouvoir d'achat, ce qui peut contribuer, par exemple, à une baisse de l'épargne ou à une hausse des taux d'intérêt que les gouvernements doivent payer pour attirer des investisseurs vers la dette publique. L'inflation surprise fait donc beaucoup de

victimes. Pour autant, une inflation soutenue est-elle nécessairement indésirable ? Doit-on forcément chercher à la combattre ? Il est assez peu aisé de répondre avec certitude à de telles questions. Lorsque l'inflation est correctement anticipée par l'ensemble des acteurs économiques, les contrats de travail et d'achat/vente des produits peuvent intégrer cette augmentation, de sorte à éviter toute mauvaise surprise. Une inflation plus élevée a néanmoins un coût : par exemple, pour nos achats quotidiens, nous utilisons souvent de l'argent liquide ou des comptes chèques qui ne rapportent pas d'intérêts. Une inflation plus élevée, même anticipée, les dévalorisent plus rapidement, incitant ainsi les ménages à détenir moins d'argent liquide qu'ils ne le feraient par ailleurs. En fait, les économistes ont fait valoir que pour tirer le meilleur parti de la « monnaie liquide » (ou des dépôts bancaires liés à des cartes de paiement), l'inflation devrait être négative (c'est-à-dire, une situation de « déflation ») afin de réduire le coût d'une position en liquide, par rapport à d'autres investissements sûrs qui rapportent des intérêts.

Néanmoins, l'inflation présente aussi des avantages. L'un d'eux tient au fait que les salariés sont souvent réticents à accepter une réduction de leurs salaires en euros. Maintenir les salaires constants dans les secteurs qui connaissent un ralentissement, tandis que ceux des autres secteurs suivent le taux d'inflation ou vont au-delà, peut faciliter les réajustements nécessaires des salaires relatifs dans l'économie. Un deuxième avantage est lié au fait que la hausse des taux d'intérêt sur les dépôts bancaires dans une économie est généralement indexée de facto sur le taux moyen d'inflation (puisque les agents

économiques se soucient du rendement « réel » ou équivalent à la consommation de leur épargne). En outre, les taux d'intérêt sur les dépôts bancaires ne peuvent pas chuter bien en deçà de zéro (sauf à pousser à les individus à ne détenir que des espèces, qui ont un rendement toujours nul). Comme les banques centrales utilisent les taux d'intérêt nominaux pour stimuler l'économie, une inflation très faible accompagnée de faibles taux d'intérêt limite leur capacité à accomplir leur mission. Ce problème s'est posé ces dernières années, lorsque les taux d'intérêt fixés par les banques centrales étaient proches de zéro (voir également la figure 2). Une inflation moyenne plus élevée permet, par conséquent, aux banques centrales de lutter plus facilement contre les récessions. En outre, lorsque l'inflation est négative (c'est-à-dire en cas de déflation), les ménages qui s'attendent à une baisse des prix des produits peuvent reporter leur consommation, ce qui réduit la demande globale.

Quel est alors le taux d'inflation moyen optimal, compte tenu des avantages et des inconvénients susmentionnés ? La réponse de nombreux économistes est la suivante : un taux supérieur à zéro, mais suffisamment bas pour qu'il n'influence pas les décisions des ménages et des entreprises au quotidien. C'est donc le chiffre de 2 % que visent de nombreuses banques centrales. C'est d'ailleurs l'objectif d'inflation de la BCE et de la Réserve Fédérale Américaine. Cependant, les séquelles de la crise financière de 2007, qui se sont traduites par des taux directeurs anormalement bas, ont empêché les banques centrales de stimuler l'économie. Face à cette situation, nombre

d'économistes ont appelé à relever les objectifs d'inflation, par exemple à 4 %.

Que doivent faire les responsables politiques ?

Si le niveau « optimal » exact de l'inflation à long terme fait débat, les économistes s'accordent à dire que l'inflation ne doit pas trop s'écarter de son niveau cible, afin de coordonner les anticipations d'inflation dans une économie. La récente flambée de l'inflation constitue donc un défi pour les responsables politiques, en particulier pour les banques centrales. Pendant un certain temps, les banques centrales pensaient que cette poussée était un phénomène temporaire dû à la volatilité des prix des denrées alimentaires et de l'énergie et qu'elle se résorberait d'elle-même. Mais maintenant que les salaires et les prévisions d'inflation des ménages ont considérablement augmenté, les banques centrales ont annoncé un resserrement de la politique monétaire sous la forme d'une hausse des taux d'intérêt directeurs et d'une réduction des achats d'obligations d'État et d'autres actifs. L'enjeu est de taille : lorsque les ménages et les entreprises s'attendent à une inflation élevée, ils augmentent leurs revendications salariales et leurs prix en conséquence. Une fois que l'inflation s'invétère, une récession peut être nécessaire pour l'enrayer par un resserrement de la politique monétaire. Le défi pour les décideurs politiques aujourd'hui est d'éviter ce cas de figure et d'organiser un « atterrissage en douceur », ce qui permettrait à l'inflation de retomber à son niveau cible sans que la production se contracte trop fortement. En Europe, un autre défi se pose : réduire le portefeuille d'obligations d'État que la BCE a acheté pour stimuler l'économie de la zone euro

après la crise financière de 2007 et suite à la pandémie de Covid-19, sans accroître le « spread », c'est-à-dire la différence de

taux d'intérêt entre les pays du nord faiblement endettés et leurs homologues du sud plus endettés.

Conclusion

Après une décennie de stabilité des prix à la consommation, la récente hausse de l'inflation a été une surprise quasi-générale. En érodant le pouvoir d'achat des salaires et des épargnants, elle nuit à beaucoup d'entre nous, même si, par exemple, les ménages ayant contracté des prêts hypothécaires à taux fixe ainsi que les gouvernements en bénéficient par la diminution de leur dette réelle. La situation macroéconomique a complètement changé, car les banques centrales augmentent rapidement les taux d'intérêt. Cela pose plusieurs questions cruciales : les banques centrales sont-elles capables de maîtriser l'inflation sans pousser les économies dans une récession ? Les syndicats feront-ils pression pour obtenir des augmentations de salaires qui, si elles protègent le pouvoir d'achat des salariés, risquent d'entraîner un nouveau cycle inflationniste exerçant une pression plus forte sur les coûts des entreprises ? Les taux d'intérêt des pays d'Europe du Sud resteront-ils proches de ceux de leurs homologues du Nord, maintenant que la BCE a réduit la voilure de ses mesures de relance monétaire ? Comment les taux de change et les flux d'investissement internationaux réagiront-ils à ce nouvel environnement économique, en particulier sur les marchés émergents ? Les réponses à ces questions seront essentielles pour l'évolution de l'économie mondiale dans un avenir proche.

Encadré 1 La politique monétaire menée par les banques centrales pour contrôler l'inflation

La Banque Centrale Européenne (BCE) a le monopole de l'émission de « monnaie » en euros, c'est-à-dire de l'impression des billets (et des pièces) en euros et de leur mise en circulation. Elle le fait soit en achetant d'autres « actifs », tels que des obligations d'État, soit en créditant les comptes (en euros) que les banques commerciales détiennent à la BCE (en échange de « collatéraux » qu'elle peut conserver si le prêt n'est pas remboursé). La plupart du temps, les banques ne transforment pas réellement les euros qu'elles reçoivent en billets de banque - elles les échangent avec d'autres banques par l'intermédiaire d'un système informatisé de la BCE (les euros que nous retirons des distributeurs automatiques de billets proviennent in fine de cet échange).

Depuis les années 1990, la plupart des banques centrales ont mené leur « politique monétaire » de façon à maîtriser l'inflation, principalement en fixant le taux d'intérêt de leurs prêts à court terme aux banques – bien que ces dernières années, les achats directs d'obligations et d'autres actifs aient repris de l'ampleur, les taux d'intérêt étant proches de zéro. Lorsque l'inflation est élevée et que l'économie est en sursurcroît, la banque centrale augmente le taux d'intérêt, une opération répercutée ensuite par les banques sur leurs clients, qui voient le coût de leurs prêts augmenter. Comme les consommateurs épargnent davantage et que les entreprises investissent moins, l'emploi et les ventes se contractent, les

hausse de salaires et de prix finissent par ralentir - l'inflation diminue. À l'inverse, les banques centrales abaissent les taux d'intérêt lorsqu'elles veulent stimuler l'économie.

Longtemps, les banques centrales ont effectué ce travail de pilotage à la demande des responsables politiques (ce qui est encore le cas dans certains pays). Mais ces derniers privilégient souvent l'expansion de l'emploi à la réduction de l'inflation, solution court-termiste s'il en est, car les salariés et les entreprises intègrent la politique de surexpansion dans leurs prévisions d'inflation, ce qui fait grimper les prix et accroît les salaires. S'ensuit alors un phénomène de « stop-and-go » dans l'économie (comme au Royaume-Uni dans les années 1970 et 1980), ou de « stagflation » (faible croissance et forte inflation), fréquent dans les pays occidentaux durant cette même période. Pour éviter cela, les responsables politiques de la plupart des économies développées ont donné aux banques centrales quelques principes directeurs (notamment souvent un « objectif d'inflation »), mais les ont rendues indépendantes dans leur gestion quotidienne de la politique monétaire. La BCE est d'ailleurs régie par un traité international que les différents gouvernements ne peuvent en aucun cas altérer. Cela en fait l'une des banques centrales les plus indépendantes au monde. Dans les pays où les banques centrales sont sous l'autorité du gouvernement, l'inflation est souvent plus élevée et plus volatile. C'est le cas de la Turquie notamment (où la banque centrale a reçu l'ordre de maintenir des taux d'intérêt bas face à une inflation croissante, qui atteint aujourd'hui environ 80 % par an), ou du Zimbabwe (où le gouvernement paie ses dépenses avec la planche à billets et où l'inflation dépasse les 100 %).

Encadré 2 Le parcours du combattant vers la stabilité : l'inflation durant l'après-guerre

La figure 2 illustre une série chronologique plus longue de l'inflation dans quatre économies développées. Par rapport aux années 1970, la flambée inflationniste actuelle n'est pas exceptionnelle. Cela signifie-t-il qu'elle devrait moins nous inquiéter ? Non. L'inflation faible et stable depuis la fin des années 1990 est considérée comme une réussite majeure après les années 1970 et 1980, beaucoup plus chaotiques. Le fait marquant à retenir sur la figure 2 est la stabilité de l'inflation autour d'un faible niveau depuis les années 1990.

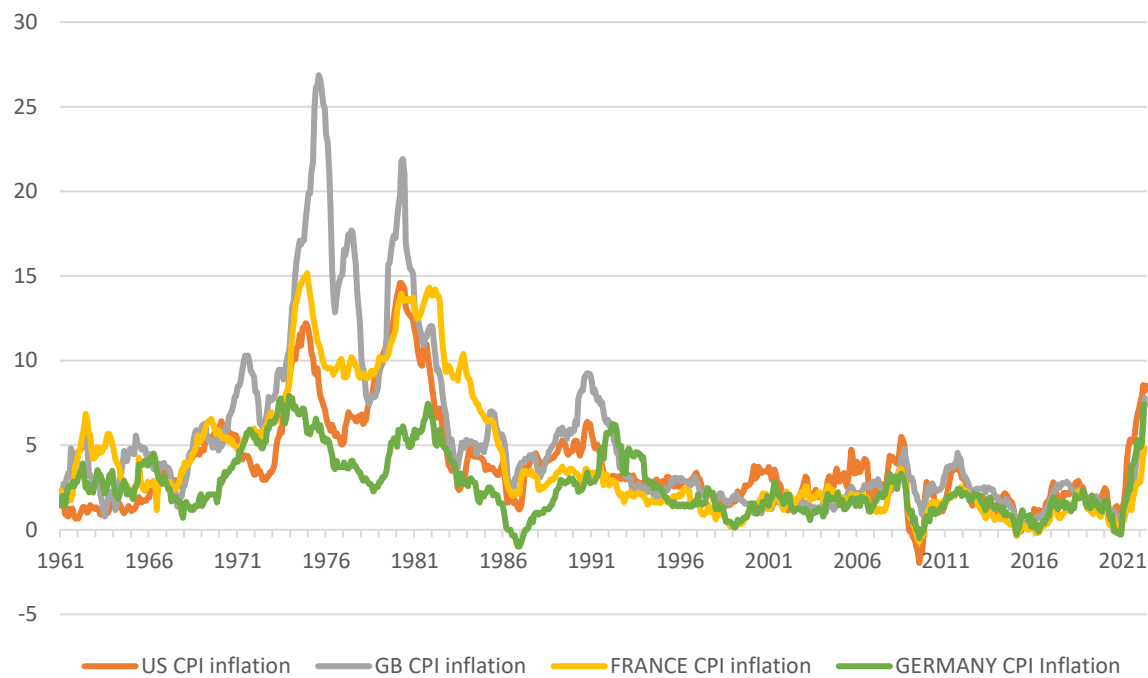
Pour le comprendre, il faut savoir qu'au cours des années 1950 et 1960, la politique monétaire de la plupart des pays était limitée par un système de taux de change fixes de leurs monnaies par rapport au dollar américain (nommé d'après la station de ski de « Bretton Woods » dans le New Hampshire, où il a été lancé en 1944), ce qui réduisait la capacité des banques centrales à utiliser leur politique monétaire pour stimuler ou ralentir leurs économies. Lorsque les conditions économiques ont divergé entre les pays dans les années 1970, la politique monétaire unique, essentiellement définie par les États-Unis, n'était plus adéquate et le système s'est effondré. Une période de turbulences a suivi, durant laquelle la politique monétaire était souvent utilisée par les responsables politiques pour stimuler leurs économies (à l'exception de l'Allemagne, où la Bundesbank jouissait d'une plus grande indépendance), et où la volatilité des prix du pétrole a renforcé l'inflation. Au début des années 1980, la politique monétaire restrictive soutenue par Margaret Thatcher et Ronald Reagan, deux responsables politiques conservateurs, respectivement au Royaume-Uni et aux États-Unis, a rapidement réduit l'inflation, au prix de fortes récessions dans les deux pays. De

même, en France, le président François Mitterrand a effectué son « tournant de la rigueur » en 1983, afin de maîtriser le déficit public et l'inflation.

Ce virage vers la stabilité s'est accompagné en Europe de plans de coopération économique et monétaire qui, malgré plusieurs heurts en cours de route, ont finalement abouti à l'Union monétaire européenne et à la création de l'euro en 1999. La BCE nouvellement créée a d'abord réussi à maintenir l'inflation de la zone euro autour de son objectif de 2 %. Mais après la crise financière de 2007, et la crise de la dette souveraine qui a suivi, l'inflation a baissé de manière persistante. La BCE a alors ramené le taux d'intérêt de sa politique monétaire à zéro et s'est lancée dans une politique d'achat d'obligations d'État et d'actifs privés, appelée « assouplissement quantitatif », afin de stimuler l'économie et de faire remonter l'inflation.

Figure 2 : Inflation annuelle des prix à la consommation

Source : Données économiques de la Réserve fédérale



Légende : Inflation IPC (Inflation des prix à la consommation) États-Unis Inflation IPC Royaume-Uni Inflation IPC France Inflation IPC Allemagne
