

## LA SORTIE DE CRISE S'ÉCRIRA AVEC PLUS D'INFLATION

La possible remontée des taux d'inflation au sein des pays développés agite les économistes. Le plan présenté par Joe Biden aux USA a animé le débat outre-Atlantique. En zone Euro, l'inflation un peu plus élevée mais toujours inférieure à l'objectif de la BCE a déjà créé des alertes du côté de la Bundesbank.

Dans les années 1960, les économistes, Samuelson, Tobin, Friedman ou encore Modigliani, discutaient de **l'inflation comme d'un mode d'ajustement macroéconomique**. La courbe de Phillips, liant dans une relation inverse l'activité et l'inflation, semblait alors fonctionner et était leur cadre de réflexion. Aujourd'hui, le débat sur l'inflation suggère que celle-ci ne pourra en aucun cas être la source d'ajustement souhaitée à l'échelle macroéconomique, soit parce que l'inflation est perçue comme ne pouvant pas revenir, soit parce que le retour de l'inflation aurait des conséquences trop périlleuses pour l'équilibre macroéconomique et financier.

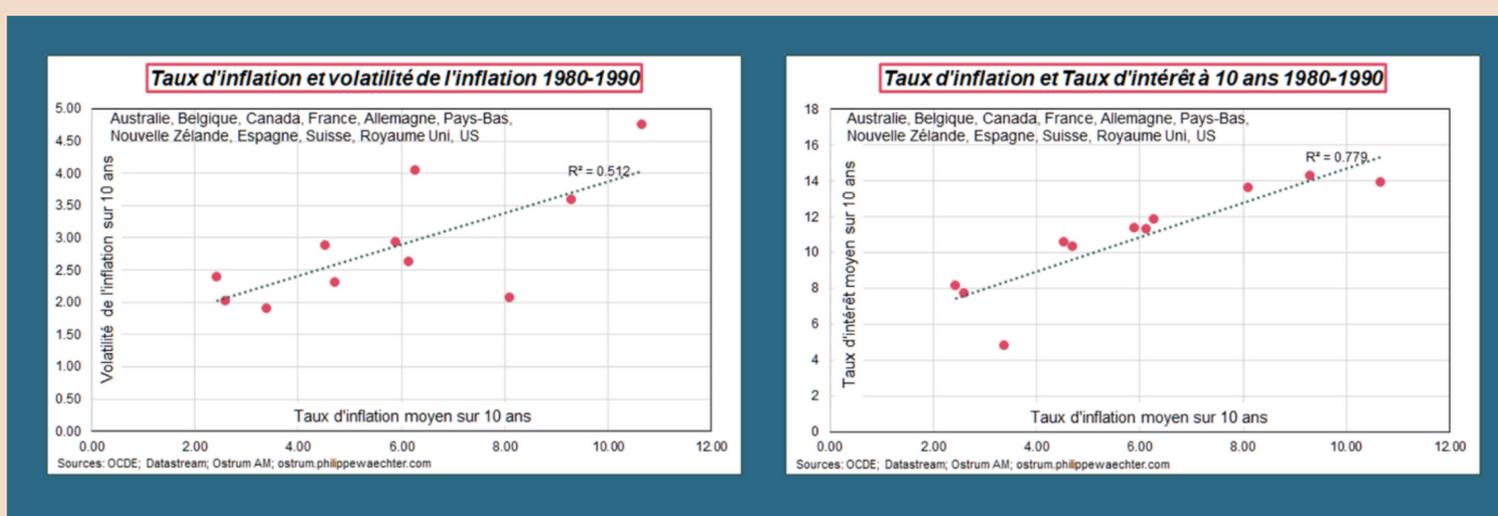
**Ce qui gêne dans cette discussion est que l'on se prive d'une variable d'ajustement macroéconomique importante historiquement.**

La réticence à utiliser l'inflation comme instrument d'ajustement macroéconomique résulte de deux phénomènes observés pendant les périodes où l'inflation était plus élevée.

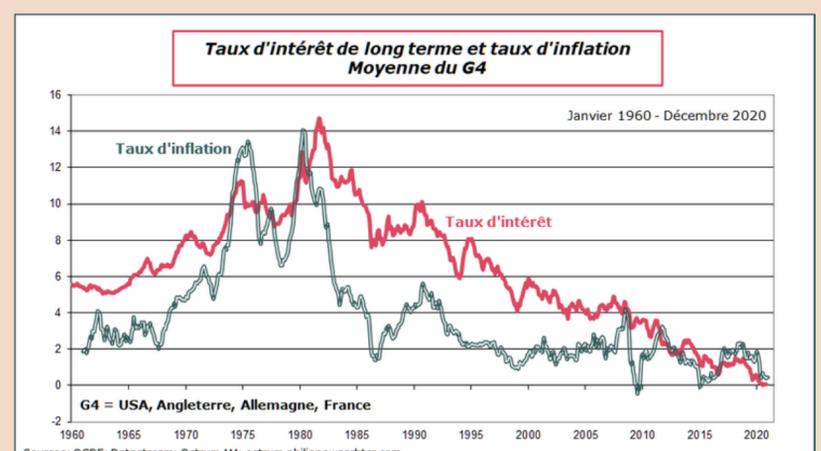
**1- L'inflation crée de l'incertitude** puisqu'un taux d'inflation plus élevé dans la durée provoque une volatilité plus forte de l'inflation. C'est ce que décrit le premier graphe. En annexe figure une comparaison pour deux périodes. Celle des années 1980-1990 et celle de la période 2010-2020. Le niveau et la volatilité du taux d'inflation dans les deux périodes sont sans comparaison. Lorsque l'inflation est forte, la volatilité l'est aussi alors que lorsque l'inflation est réduite, sa volatilité est aussi beaucoup plus limitée. Cela peut-être gênant dans la signature des contrats de long terme car on ne sait pas très bien comment anticiper l'inflation dans le futur. Avec une inflation plus basse et une volatilité réduite, l'anticipation de l'inflation est plus simple. Les contrats à long terme sont donc plus aisés à rédiger. Les clauses d'indexation sont moins aléatoires et l'incertitude macroéconomique réduite.

**2- La période d'inflation plus forte est cohérent avec des taux d'intérêt de long terme plus élevés.**

L'anticipation d'une inflation durablement plus haute et l'incertitude associée accroissent la prime de risque. Cela provoque alors des arbitrages pas forcément efficaces sur le plan macroéconomique. L'arbitrage intertemporel, essentiel dans la dynamique de l'investissement productif, peut être biaisé lorsque le taux d'inflation et sa volatilité sont élevés. L'économie perd en efficacité. En outre, les économies ayant des taux d'inflation différents, provoquant une forme de fragmentation financière entre des économies ayant des stades de développement similaires. Les arbitrages sont biaisés par le niveau de l'inflation et l'incertitude associée. Dans une région comme la zone Euro une telle situation n'est pas viable. C'est pour cela que l'inflation élevée n'est pas appréhendée comme une solution.



En outre, depuis le début des années 1980, **la baisse de l'inflation et la crédibilité des banques centrales ont fait s'effondrer les taux d'intérêt**. Cela a permis au secteur bancaire et financier de se revaloriser systématiquement (un actif est valorisé comme un flux de revenu sur un terme d'actualisation). La baisse du terme d'actualisation avec le repli du taux d'intérêt accroît systématiquement la valeur de l'actif. C'est une source de la puissance du secteur financier au cours des 4 dernières décennies. Une remontée de l'inflation inverserait le processus, provoquant à terme une hausse des taux d'intérêt et une situation inédite et peu confortable pour le secteur bancaire et financier.



## LA SORTIE DE CRISE S'ÉCRIRA AVEC PLUS D'INFLATION

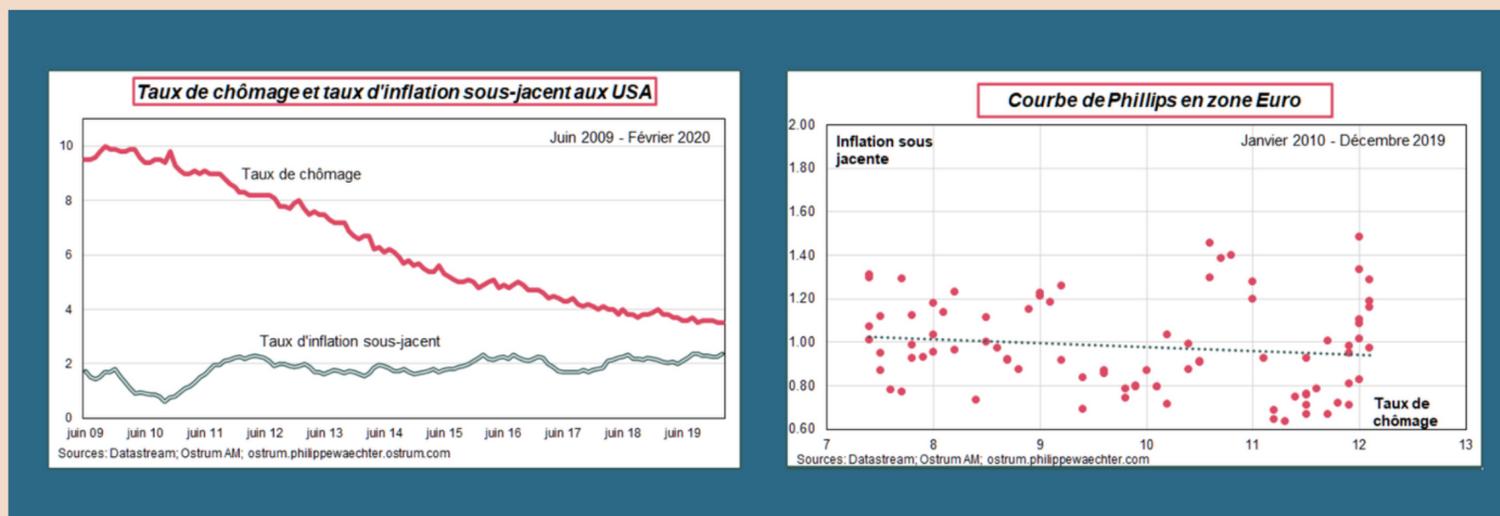
**Un taux d'inflation faible réduit l'incertitude et l'anticipation d'une variation limitée des prix est inscrite dans les comportements et les institutions.** Aux USA et en zone Euro, sur la dernière décennie, l'évolution des prix à la consommation est peu sensible à l'évolution de l'activité économique. Les formes des négociations salariales, les pressions déflationnistes et les modes d'indexation ont rendu les deux courbes, d'inflation et d'activité, assez peu en phase l'une avec l'autre.

Pour illustrer ce phénomène, on peut prendre un exemple aux USA et un exemple en zone Euro.

**Aux Etats-Unis**, le taux de chômage a baissé de façon continue de 2010 à 2019 sans que le taux d'inflation n'évolue. Le taux de chômage est passé sous le taux d'équilibre à partir duquel les pressions inflationnistes sont sensés se présenter sans créer le moindre cillement du taux d'inflation sous-jacent.

**En zone Euro**, la courbe de Phillips qui lie le taux de chômage et l'inflation ne suggère plus une relation inverse entre les deux indicateurs (Phillips avait montré, de façon empirique, que la baisse (hausse) du taux de chômage s'accompagnait d'une hausse (d'une baisse) du taux d'inflation).

La construction macroéconomique a été telle que dans toutes les conditions de la conjoncture, l'économie est incapable de produire de l'inflation supplémentaire. Ceci est vrai aussi en dépit d'une politique monétaire très accommodante. Sur ce dernier point, il est probablement trop tôt pour imaginer un lien entre la politique monétaire menée récemment et l'inflation. Albert Aftalion et plus récemment Anna Schwartz et Milton Friedman indiquaient que si à long terme il pouvait y avoir une relation entre les deux indicateurs, ce n'était pas le cas à court terme. Il est donc trop tôt pour voir se dessiner un lien éventuel entre les deux.



Ces relations montrent une relative indépendance entre l'activité et l'inflation. Mais ces relations bien établies sont peut être celles du passé.

**L'économie de demain, de celle qui sortira de la crise sanitaire ne ressemblera pas à l'économie d'avant cette crise.** Personne n'imagine que le fonctionnement de l'économie puisse être similaire à celui d'avant 2020. C'est pour cela que **la crise sanitaire n'a rien à voir avec la crise financière.** Après 2009, la mise en place de règles prudentielles a permis au secteur bancaire et financier de retrouver sa place et à l'économie de repartir vers l'avant. Les tendances antérieures n'ont pas été bouleversées. Le KO des marchés financiers n'avait finalement pas entraîné le chaos de l'économie.

Rien de tel aujourd'hui, la crise ne vient pas d'un déséquilibre comme en 2009 mais d'un évènement dont la survenance était aléatoire. Les chocs ont été considérables et persistants, des secteurs entiers de l'activité économiques ont été en rupture et pour eux, **l'économie de demain ne ressemblera pas à celle d'hier.** Une simple altération de la régulation ne modifiera pas les tendances prises car ce sont les comportements qui changent. **Il faut reconstruire le potentiel de l'économie**, trouver de nouveaux supports à la croissance mais pour une **croissance soutenable** dans la durée. C'est un changement de cap dans la structure de l'économie. La rupture ressemble à celle de 1974 lors du premier choc pétrolier. La hausse brutale du prix du pétrole a rendu de nombreux secteurs industriels non profitables. L'économie a dû s'adapter et se reconfigurer. Le choc subi est du même ordre. D'un seul coup il engendre beaucoup de désorganisation et oblige à repenser le mode et la forme de la croissance.

Pour faciliter les ajustements macroéconomiques dans la reconstruction du potentiel de l'économie, le taux d'inflation plus élevé a aidé. Des secteurs ont besoin d'attirer des salariés et de les attirer avec des salaires plus élevés. Dans d'autres parties de l'économie, l'ajustement s'opèrera avec des salaires moins attractifs. Cependant, afin de limiter la déprime, cet ajustement ne peut pas se faire à inflation trop réduite car alors les ajustements salariaux pourraient être négatifs provoquant des dynamiques anxieuses à grande échelle. Un taux d'inflation plus élevé facilitera l'ajustement comme il l'a facilité après le choc pétrolier. Il faut retrouver de l'agilité pour s'adapter. Ce sont aux gouvernements de prendre les mesures qui créeront des phénomènes persistants générateurs d'inflation. **Avec le premier choc pétrolier, l'indexation des salaires avait été l'instrument clé.** **Aux gouvernements d'inventer le nouveau mécanisme qui facilitera l'ajustement macroéconomique.**