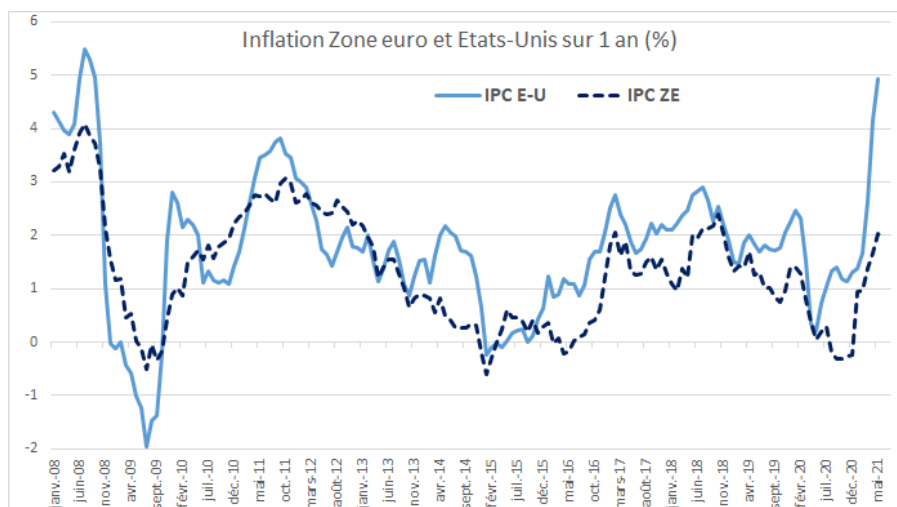


### Inflation : mal ou remède ? Sommes-nous à un tournant ?



- **Alors que l'économie mondiale est dans une phase de reprise forte après le choc sanitaire de 2020, des signes de hausse des prix sont observés.**
- **Après des années de sous inflation et d'interventions monétaires visant à l'augmenter, certains s'inquiètent de ce tournant, notamment au regard des conséquences possibles sur les politiques monétaires.**
- **Alors que la cible d'inflation des banques centrales est fixée à 2% nous rappelons qu'elle n'a pas été atteinte en zone euro lors de la dernière décennie.**
- **Néanmoins, l'ancrage des anticipations reste une préoccupation majeure des banques centrales et l'outil indispensable pour éviter les dérives déflationnistes ou hyperinflationnistes.**
- **En analysant la situation actuelle, il semble que ces anticipations restent modérées et que le message d'un pic d'inflation transitoire véhiculé par les banques centrales soient intégrés par le marché.**
- **Reste que la création monétaire massive injectée dans le système économique pendant la crise sanitaire qui a déjà des répercussions sur le prix des actifs pourrait, au gré d'une augmentation progressive de la consommation, augmenter le niveau général de prix.**

**Alors que l'économie mondiale est dans une phase de reprise forte après le choc sanitaire de 2020, des signes de hausse des prix sont observés.** Après des années de sous inflation et d'interventions monétaires visant à l'augmenter, certains s'inquiètent de ce tournant, notamment au regard des conséquences possibles sur les politiques monétaires. Nous proposons ici de revoir les termes d'analyses de l'inflation en général et de la situation actuelle en particulier pour mieux en discerner les enjeux.

En premier lieu, qu'est-ce que l'inflation ? Nous parlons ici de l'évolution des prix à la consommation. Il y a de nombreux autres prix qui peuvent être mesurés (prix à la production, déflateur du PIB, etc.) en fonction de l'objectif de mesure poursuivi. Dans le cas le plus fréquent, il s'agit de comprendre comment évolue la consommation moyenne des français et donc de suivre comment évolue le panier moyen des ménages. Comme toute mesure elle repose sur des choix et normes. Par exemple, l'indice n'intègre pas le prix des actifs qui constituent une épargne et non une consommation. Notons également que le calcul prend en compte l'amélioration de la qualité des biens en diminution de leur augmentation de prix ce qui comporte une part de jugement (un smartphone sophistiqué peut voir son augmentation de prix neutralisée si l'amélioration de l'usage est jugée suffisante et même dans le cas où il n'y aurait plus sur le marché d'anciens téléphones qui permettraient de réduire effectivement la dépense en acceptant un service inférieur).

**Le terme inflation, lorsqu'il est utilisé par les économistes, désigne une augmentation durable et générale, des prix des biens et des services.** Durable veut dire qu'il ne s'agit pas de hausse ponctuelle dans le temps et générale signifie que l'on s'intéresse à une hausse « moyenne » des prix sur l'ensemble d'un panier reflétant la consommation et non à tel produit particulier.

L'indice d'inflation permet donc de calculer l'évolution des prix des biens et des services, dont dépend l'évolution du pouvoir d'achat des ménages. Pour ces raisons, il est utilisé pour la réévaluation de multiples revenus et notamment les retraites, les pensions alimentaires, les rentes viagères, le SMIC et l'indice de référence des loyers.

Les causes « apparentes de l'inflation » sont diverses, notamment :

- La plus intuitive dite « par les coûts » : des augmentations de salaires, du prix des matières premières, des taux d'intérêt par exemple peuvent inciter les entreprises à augmenter le prix des produits ou services vendus pour ne pas rogner leur marge.
- L'inflation « par la demande » : si la demande de produits (la consommation) augmente plus vite que l'offre (la production), l'équilibre peut se faire par un ajustement des prix.
- L'inflation « par les profits » peut venir de la volonté des entreprises de maximiser leur profit en augmentant leur prix de vente. Cela est parfois rendu possible dans des marchés insuffisamment concurrentiels.
- « Par le change » : une baisse de valeur de la monnaie implique une hausse des prix des produits importés en monnaie locale.

**Mais à ces causes « apparentes », les monétaristes ajoutent une cause première : l'augmentation de la quantité de monnaie.** La théorie quantitative de la monnaie pose qu'il existe un lien entre les prix et la quantité de monnaie. La formule classique est dérivée de la loi de Say (l'offre crée la demande) : la demande  $MV$  (la qualité de monnaie  $M$  multipliée par la vitesse de circulation  $V$ ) est égale à la production réelle  $Y$  valorisée au prix  $P$  ( $MV = YP$ ).

Si la quantité de monnaie augmente et que la vitesse de circulation et la production réelle sont constantes alors les prix augmentent. Intuitivement, dans une économie fermée, si la quantité de biens est stable (et hors effet d'épargne), il est attendu que l'augmentation de la quantité de monnaie augmente les prix faute de quoi il serait difficile d'imaginer ce que devient la monnaie créée.

Le débat traditionnel entre économistes « classiques » et keynésiens pose deux visions de la monnaie :

- Pour les classiques, elle est « neutre », autrement dit elle n'influence pas la production réelle mais seulement les prix (en référence à la formule précédente)
- Pour les keynésiens, lorsque l'économie présente une demande globale insuffisante, augmenter la quantité de monnaie aura pour effet d'augmenter la demande nominale et aura donc un effet sur l'équilibre économique et la production réelle *via* un ajustement des anticipations d'entreprises.

L'inflation a des inconvénients bien identifiés

- L'inflation réduit le pouvoir d'achat des ménages. Quand les prix augmentent plus vite que les salaires, cela entraîne une baisse de la quantité de biens et services qu'un ménage peut acheter et donc réduit la demande réelle.
- Elle réduit leur capacité d'emprunt si les taux nominaux augmentent plus rapidement que les revenus.
- L'inflation peut pénaliser la compétitivité d'une économie et le commerce extérieur puisque les produits importés peuvent devenir moins chers que les produits domestiques.
- L'inflation pénalise surtout l'épargne et plus généralement les personnes disposant de revenus fixes en entraînant une perte de valeur des sommes épargnées et en diminuant le taux de rendement net d'inflation.

Elle a aussi certains bénéfices, notamment :

- Elle permet de réduire le coût de la dette passée (les intérêts à taux fixe sont plus facilement remboursés).
- Elle permet des ajustements grâce à l'effet d'illusion nominale, par exemple en permettant à des entreprises de retrouver des marges en augmentant moins vite les salaires que l'inflation, ce qui revient à baisser les salaires « réels » avec une meilleure acceptabilité sociale que la baisse de la valeur nominale des salaires.
- Les ménages anticipant les hausses futures de prix peuvent anticiper leur consommation, puisqu'ils savent que les biens et services coûteront plus cher demain. L'inflation peut, de ce fait, soutenir temporairement la demande.

Mais une inflation insuffisante (faible ou négative) a également des inconvénients :

- Elle réduit la consommation (les agents anticipent de futures baisses de prix), augmente l'épargne, pénalise la rentabilité et le développement de entreprises et donc la croissance ;
- Elle pénalise les agents endettés qui disposent de moindres revenus pour couvrir leur charge d'intérêt ;
- Elle encourage le désendettement et favorise les rentiers.

On distingue plusieurs « régimes » d'inflation :

- L'hyperinflation : régime de très forte inflation auto entretenue
- Stagflation : régime associant inflation forte et stagnation économique
- Reflation : période de hausse de l'inflation à des niveaux modérés
- Inflation modérée : régime de hausse des prix modérée
- Désinflation : baisse de l'inflation à des niveaux modérés
- Déflation : régime de forte baisse auto-entretenu de l'inflation

Les régimes d'hyperinflation et de déflation sont des situations catastrophiques dont il est difficile de s'extraire. Ce sont les deux écueils que les banques centrales veulent absolument éviter.

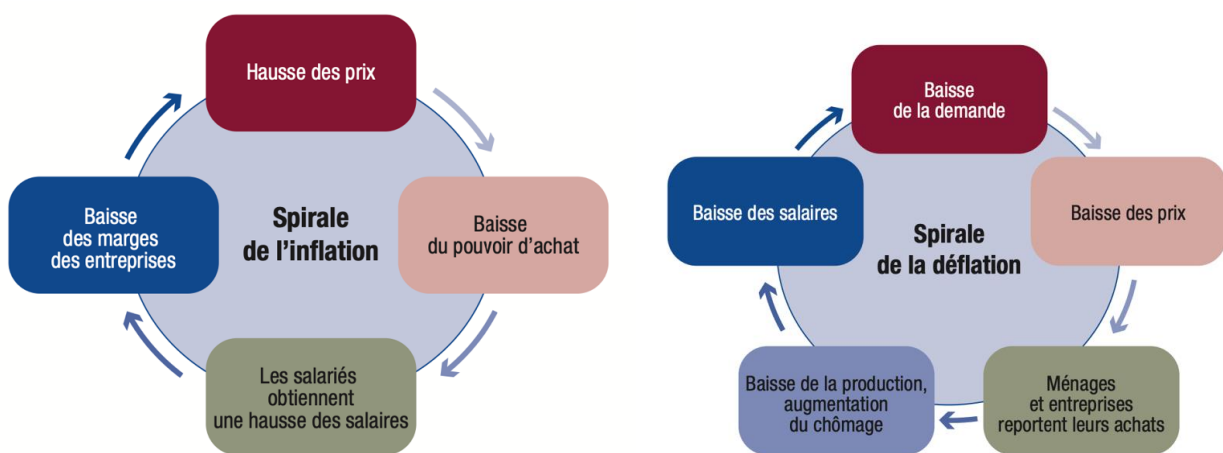
L'hyperinflation est un régime où les salaires s'adaptant très vite aux hausses de prix, ils génèrent un cercle vicieux en précipitant de nouvelles hausses de prix. Le cas d'école est la situation de l'Allemagne au début des années 1920 (le surendettement de l'Etat, la perte de confiance dans le mark, l'augmentation disproportionnée de la création de monnaie et indexation des salaires font passer le mark or de 10 à 10 trillions de mark papier en 3 ans). Dans ces situations, les titres à revenus fixes perdent toute valeur. Les épargnants, les prêteurs et les détenteurs d'emprunts publics sont ruinés de ces crises.

Le régime d'inflation forte des années 70 (contrôlé avant de sombrer dans l'hyperinflation) consécutif aux chocs pétroliers fut également dû à l'indexation prix/ salaires et mena à une forte perte de richesse pour les épargnants et les banques. Elle a profité en revanche aux débiteurs (cette génération se souvient d'avoir remboursé ses emprunts immobiliers « grâce à l'inflation », il serait plus juste de dire grâce à des salaires indexés ou des taux

réels négatifs). L'héritage théorique de cette époque fut la conviction qu'il fallait désindexer les salaires et rendre indépendantes les banques centrales.

La déflation est un régime auto-entretenu de forte baisse de l'inflation. La baisse de l'inflation pourrait a priori être considérée comme positive. La baisse de prix augmente le pouvoir d'achat des consommateurs ce qui stimule la consommation et augmente la croissance des entreprises et de la production. Le risque est que les consommateurs anticipant la poursuite de la baisse des prix reportent leurs achats ce qui entretient la baisse des prix. Les prix baissants, les revenus s'ajustent, les emprunteurs dont les entreprises, voient leurs charges d'intérêts devenir plus lourdes relativement à leur revenu, jusqu'à être insolvables.

Si les banques centrales savent assez bien lutter contre une inflation forte (hausse des taux, diminution de la quantité de monnaie), la lutte contre le risque de déflation est plus difficile. La baisse des taux et la création monétaire ne suffisent pas toujours à modifier comportements des agents dans le sens d'une augmentation de la consommation, ceux-ci augmentant parfois leur épargne dans un réflexe de précaution.



Graphiques source Banque de France.

**Quel est le bon niveau d'inflation ?** Il n'y a pas à proprement parler de niveau optimal précis d'inflation. En revanche il est important de fixer un objectif précis d'inflation qui servira de guide pour les banques centrales et d'ancrage pour les marchés financiers et les différents agents économiques. En effet, en décidant que 2% est la cible d'inflation qui sera « défendue » par la banque centrale, et si la banque centrale est crédible, les différents agents économiques anticiperont ce niveau d'inflation dans leurs décisions (on dit « ancrera ») ce qui évitera les deux dérives de l'hyperinflation et de la déflation qui résultent précisément d'une exagération des anticipations.

La question se pose donc : pourquoi les banques centrales ciblent elles une inflation de 2% et non pas 0% ? Pour rappel, la banque d'Angleterre vise une inflation de 2% plus ou moins 1%, la banque centrale européenne souhaite une inflation restant inférieure à 2% (à partir du 8 juillet elle pourra dépasser 2%) et la FED cible une inflation de 2% en moyenne avec dépassement temporaire possible.

Dans les années 2000, la recherche reconnaît les effets néfastes à la fois de l'inflation et de la déflation et préconise une cible à 0% (règle de Friedman) comme politique optimale. Mais l'expérience des banquiers centraux les a conduits à suggérer une cible plus haute avec les arguments suivants :

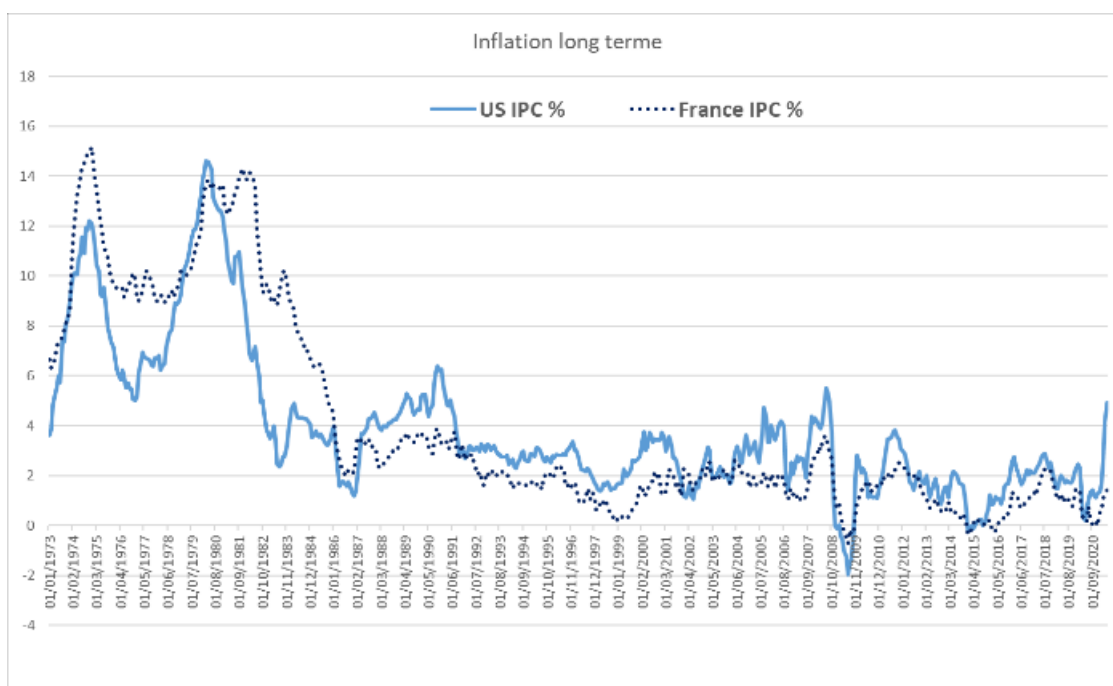
- Une inflation trop basse limite la capacité d'action de la politique monétaire. Elle empêche la Banque Centrale de fixer des taux d'intérêt réels suffisamment faibles en cas de risque déflationniste, l'empêchant de réduire le

coût du capital à un niveau compatible avec le plein emploi des capacités de production. La rigidité à la baisse du taux d'intérêt réel devient limitante. Ce problème est lié au « taux plancher zéro » : si les banques centrales fixent les taux nominaux sous un taux d'intérêt à 0%, les agents sont encouragés à garder des liquidités « papier » (un billet a toujours un taux à 0%) ce qui constitue une trappe à liquidité limitant les capacités de relance.

- Un peu d'inflation permet également une adaptation plus facile de la structure des prix et des salaires qui conditionne une bonne allocation des ressources (comme déjà indiqué, il est plus facile de faire baisser certaines rémunérations en termes relatifs en les augmentant moins que d'autres et moins que l'inflation plutôt qu'en termes absolus en les réduisant en valeur nominale).
- En favorisant les emprunteurs par rapport aux prêteurs, une inflation mesurée est plutôt un soutien de la demande globale.
- Pour des raisons techniques de valorisation du collatéral<sup>1</sup> des crédits, une inflation limitée permet d'atteindre plus sûrement le niveau optimal de financement des investissements.
- Enfin, une marge d'inflation permet de se prémunir contre les délais et les erreurs de calculs, sachant que les banques centrales ont une perception légèrement asymétrique des risques, la déflation étant considérée comme plus difficile à contrer.

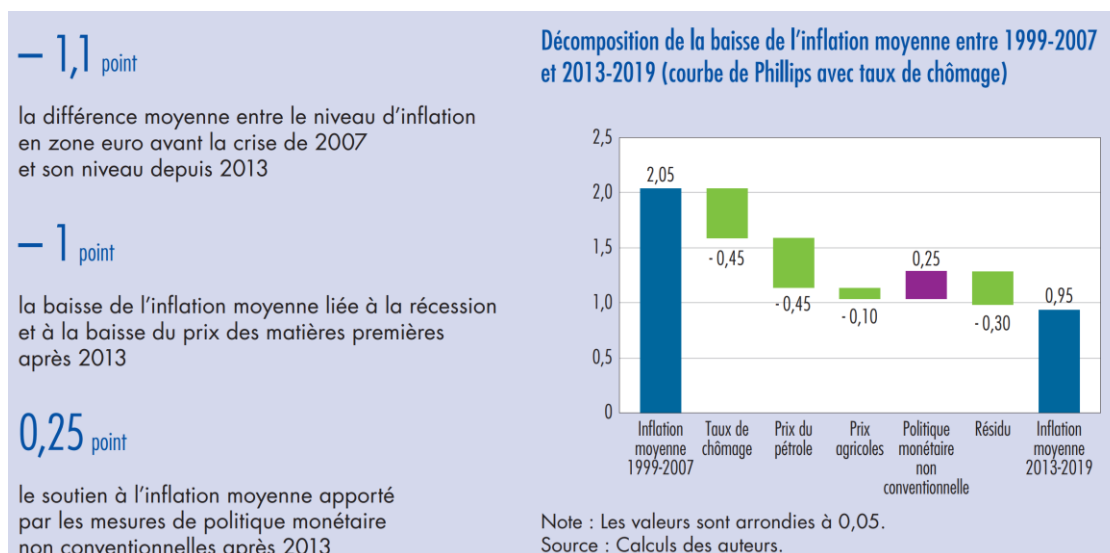
Notons que certains économistes ont parfois suggéré d'augmenter la cible d'inflation à un niveau plus élevé que 2%. Ainsi Olivier Blanchard (2013) a pu suggérer 4% après la crise financière, dans l'idée d'augmenter les marges de manœuvre des banques centrales en cas de choc, suggérant que le « coût » d'une augmentation de la cible d'inflation pour l'économie n'était pas déraisonnable au regard des bénéfices associés à l'augmentation des capacités d'influence de la banque centrale.

### Comment expliquer la situation de la dernière décennie d'une inflation structurellement faible en zone euro et Etats-Unis ?



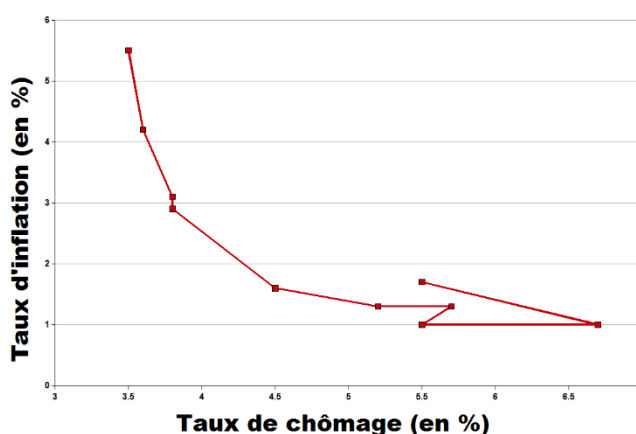
<sup>1</sup> Ragot, inflation optimale fondée sur des critères de crédit, revue économique 2004/3.

Une étude récente de la Banque de France<sup>2</sup> tente d'y répondre. L'inflation annuelle en zone euro a baissé de 1,1 point en moyenne entre la période 1999-2007, qui a précédé la crise financière, et la période 2013-2019, qui l'a suivie. Selon celle-ci, le ralentissement de l'inflation en zone euro entre 2013 et 2019 s'explique par deux facteurs principaux : l'état de la conjoncture économique (tracée par le chômage) et la baisse du prix des matières premières, dont le pétrole. L'analyse se base sur un modèle de courbe de Phillips étendue qui prend en compte ces déterminants ainsi que l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelles mises en œuvre depuis 2014. La contribution des deux déterminants cités (conjoncture et matières premières) est de 1 point, compensée à hauteur d'un quart de point par les mesures de politique monétaire non conventionnelles.



Source bulletin 234 banque de France.

L'économiste néo-zélandais W. Phillips a mis en évidence en 1958 la relation opposée entre le taux de chômage et l'inflation. Au-delà d'un certain niveau de sous-emploi, les salariés voient leur rapport de force diminuer par rapport aux entreprises. La forme attendue de la courbe est la suivante (relation entre le taux d'inflation et le taux de chômage aux Etats-Unis entre 1960 et 1969, données du Bureau of Labor Statistics) :

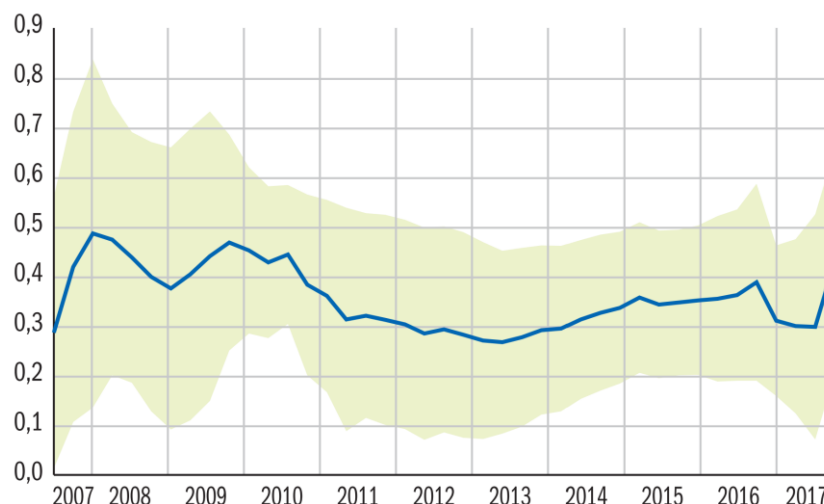


On a pu questionner la validité de la relation en zone euro en raison de la persistance simultanée d'une inflation faible et d'un taux de chômage faible.

<sup>2</sup> Bulletin bdf 234 mars 2021.

En réalité, la relation est bien avérée<sup>3</sup>, mais la pente de la courbe en zone euro a significativement diminuée dans les années 80 et 90 avant de se stabiliser.

Evolution de la pente de la courbe de Phillips.



L'outil est toujours un indicateur suivi par les banques centrales. En effet, l'amointrissement de la relation chômage/inflation limite les risques qu'une politique monétaire accommodante ne se traduise par une spirale inflationniste.

Dans l'hypothèse d'une poursuite en tendance de la baisse du niveau d'inflation, quels outils resteraient disponibles pour la relancer ?

Le CAE a publié une note<sup>4</sup> d'étude visant à étudier une distribution de monnaie aux particuliers (Helicopter money) par la banque centrale comme outil de relance en dernier recours en partant des constats suivants :

- L'inflation demeure sous le niveau cible de la BCE (2%) depuis une longue période malgré des politiques hétérodoxes.
- Les outils hétérodoxes utilisés (taux négatifs, achats de titres) n'ont pas permis d'augmenter l'inflation
- Le lien inflation, chômage et production est moins puissant qu'auparavant (aplatissement/disparition de la courbe de Phillips) et les réformes structurelles ont cherché à rendre l'économie moins inflationniste (combat des rentes, ouverture sur l'extérieur, désindexation des salaires, etc.)
- Mais ces outils ont des effets négatifs : inégalités de patrimoines, achats d'actifs polluants, dominance budgétaire (ie financement des déficits par la BCE)

Les banques centrales ont d'autres outils éventuellement disponibles :

- Gérer les anticipations en se prononçant pour un dépassement temporaire de la cible : l'impact serait ici plutôt de deuxième ordre
- Annulation de la dette publique détenue par la banque centrale : cette solution porte le risque de perte de confiance dans la monnaie
- Achat d'actifs risqués : soutien les marchés mais les impacts sur l'inflation ne sont pas clairs
- Rémunération négative de dépôts directs : impacts sur l'inflation également peu clairs

Le CAE propose donc la mise en œuvre, si cela s'avérait nécessaire, d'une « distribution de monnaie directe auprès des ménages » (Helicopter money) comme outil de lutte en dernier ressort (en cas de situation extrême) contre un risque de déflation.

<sup>3</sup> La courbe de Phillips existe-t-elle encore ? Rue de la Banque numéro 56, février 2018.

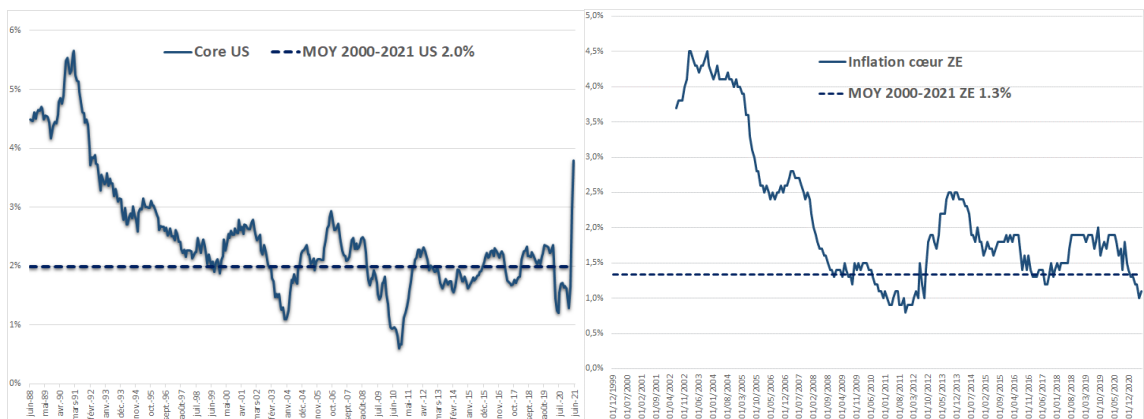
<sup>4</sup> CAE note 065



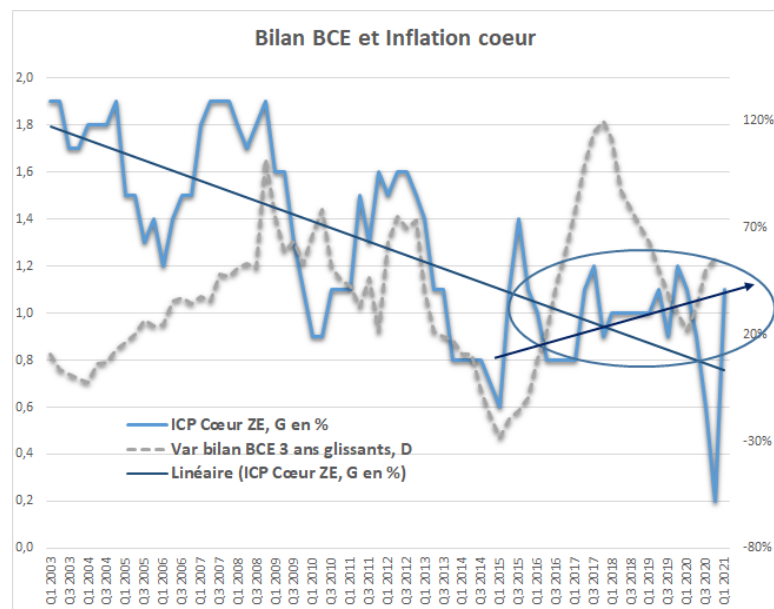
D'après cette recherche, le dimensionnement pourrait être le suivant : 120 Md€ de distribution (385 euros par citoyens européens de plus de 15 ans) permettrait d'augmenter l'inflation de 1,5% à 2% (soit 1% de PIB à distribuer pour une hausse de +0,5% d'inflation).

Les commentaires suivants peuvent être apportés :

- Le constat de départ de faiblesse de l'inflation est vrai en zone euro, pas aux E-U si l'on regarde l'inflation sous-jacente (hors éléments volatiles) depuis 2000 (elle est très proche de 2% en moyenne depuis cette date). L'inflation cœur a été en moyenne de 1,3% en zone euro.



- Les outils employés, en particulier la création monétaire n'a pas eu comme conséquence d'augmenter très fortement l'inflation mais ont probablement permis d'éviter une déflation en particulier à partir de 2015 (contrechoc pétrolier).



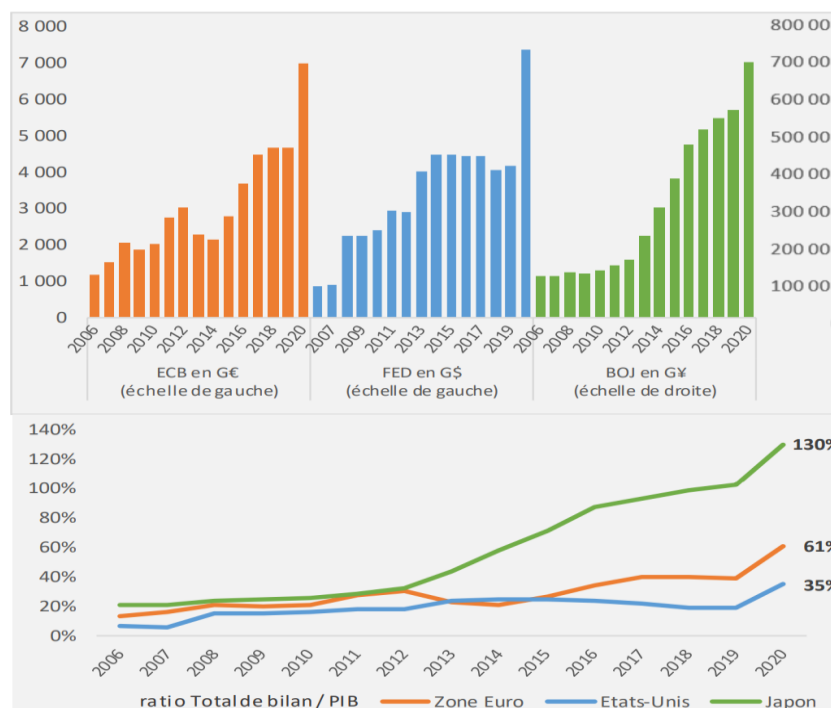


- Quels seraient les bénéfices potentiels de la distribution de monnaie aux ménages ?
  - o Elle éviterait les inconvénients associés à la baisse des taux via des achats d'actifs (inégalité de patrimoine, baisse de revenus des banques, « soumission » au politique budgétaire).
  - o Elle permet de distribuer une part plus importante aux ménages ayant une plus forte propension à consommer : la distribution étant identique par personne, les 70 % des personnes les moins aisées reçoivent 70% de l'allocation. Cette distribution a donc également un caractère redistributif réduisant les inégalités. Ce chiffre est à mettre en miroir avec le fait que 70% de la sur épargne de la crise a été réalisée par 30% des ménages.
  - o Par ailleurs, le pilotage aisé de l'allocation en fonction de l'impact sur l'inflation permet d'ancrer les anticipations d'inflation.
  
- Quels seraient les inconvénients ?
  - o L'adhésion à cette politique par les pays traditionnellement réservés vis-à-vis de l'interventionnisme accommodants des banques centrales paraît difficile à préjuger.
  - o Même avec force pédagogie, le risque qu'une partie des citoyens ne comprennent pas les mécanismes en jeu et que cela ancre l'idée d'argent magique est fort.
  - o Une partie importante de cette distribution est susceptible de creuser le déficit courant (la balance commerciale) et donc d'augmenter le coût de la dette externe.

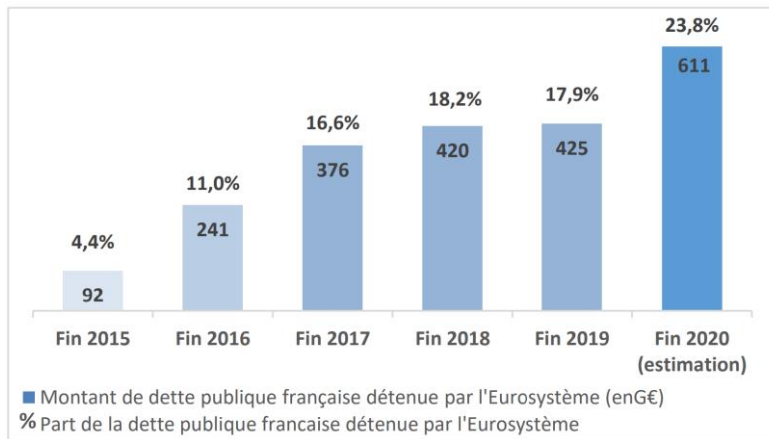
### Le risque d'une résurgence de l'inflation est-il important ?

- **En premier, il convient de noter que la politique monétaire menée actuellement par les banques centrales européennes et américaines n'a pas d'équivalent d'historique sur ces zones.** Le niveau de création monétaire visant d'une part à éviter les risques déflationnistes après le choc historique de la crise sanitaire sur les économies et d'autre part à financer la relance budgétaire (mécanismes de « fiscal dominance » donnant la priorité des objectifs économiques à cette relance budgétaire au détriment de l'orthodoxie monétaire) est d'une ampleur inégalée.

Bilan BCE, FE, BoJ en devises domestiques  
(en milliards de devises locales et % du PIB)

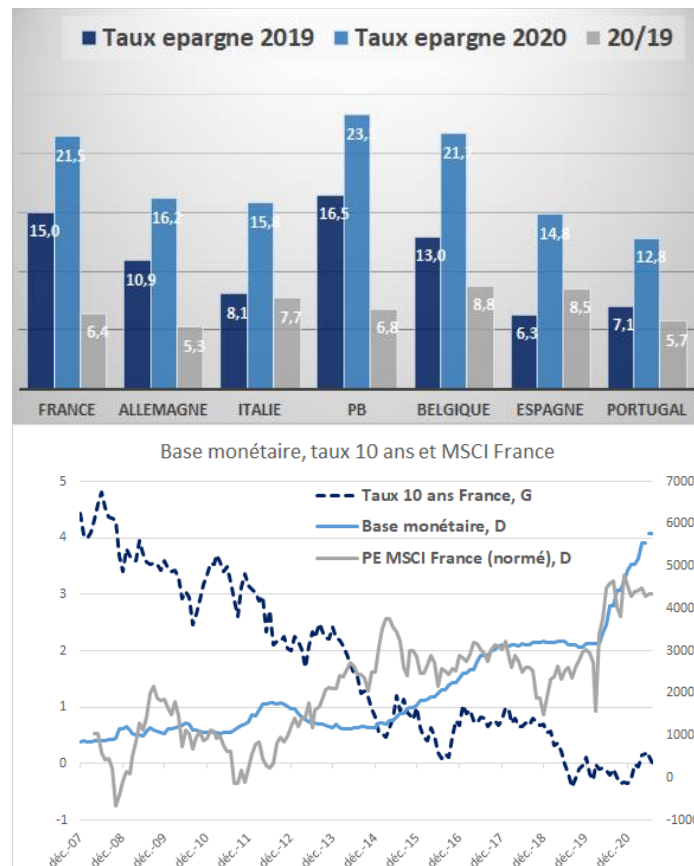


Source Bloc-eco BDF billet 209.

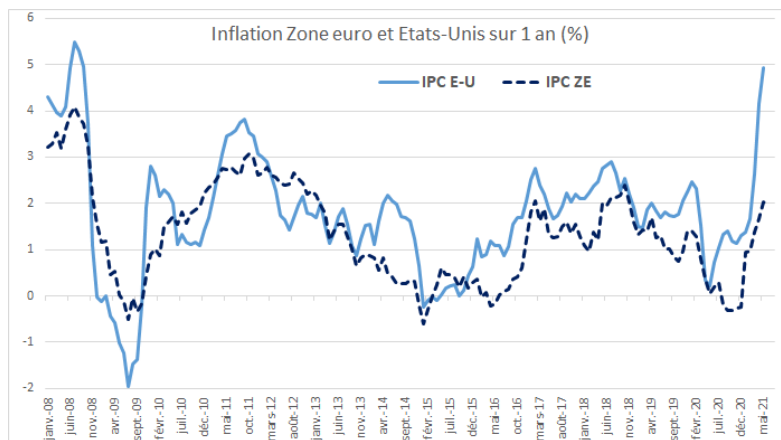
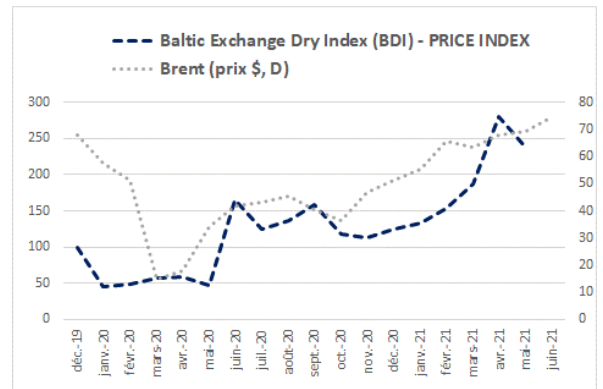
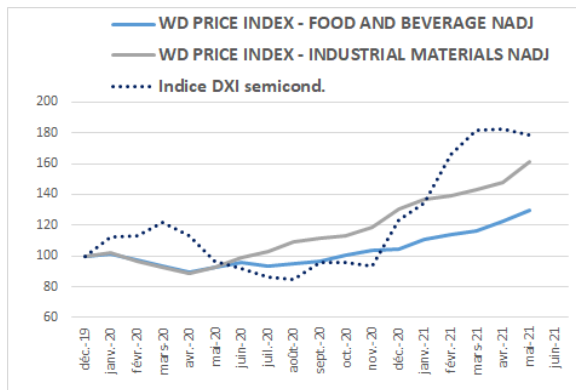


En théorie (cf. supra théorie quantitative de la monnaie), une telle quantité de création monétaire devrait générer de l'inflation. Or l'inflation est demeurée limitée en 2020 (0,3% en zone euro). Les éléments d'explication peuvent être les suivants :

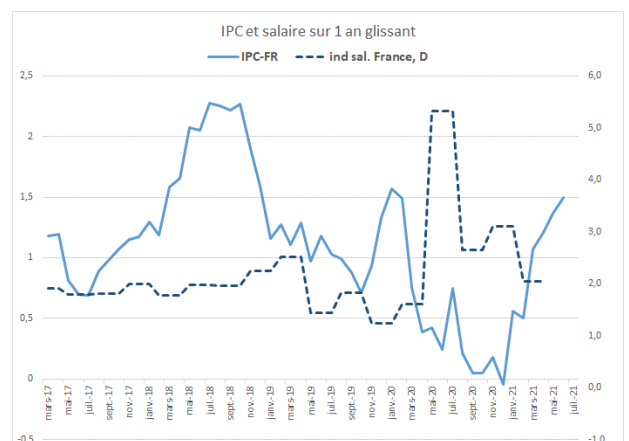
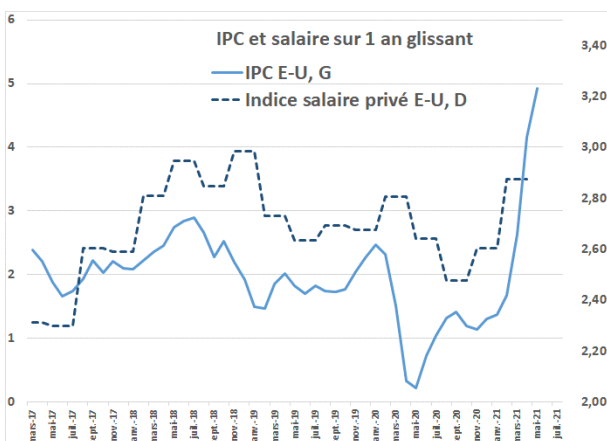
- Tout d'abord 0,3% d'inflation est faible mais toujours positif. On peut donc considérer que la politique menée a permis d'éviter le pire
- Ensuite le taux d'épargne des pays européens a considérablement augmenté. Ces revenus non consommés n'ont donc pas « nourri » l'inflation des biens et services mais soit ont simplement neutralisé la politique monétaire (quand ils ont été conservés sur des comptes à vue) soit ils ont pu engendrer une inflation du prix des actifs qui n'apparaît pas dans l'indice des prix à la consommation.



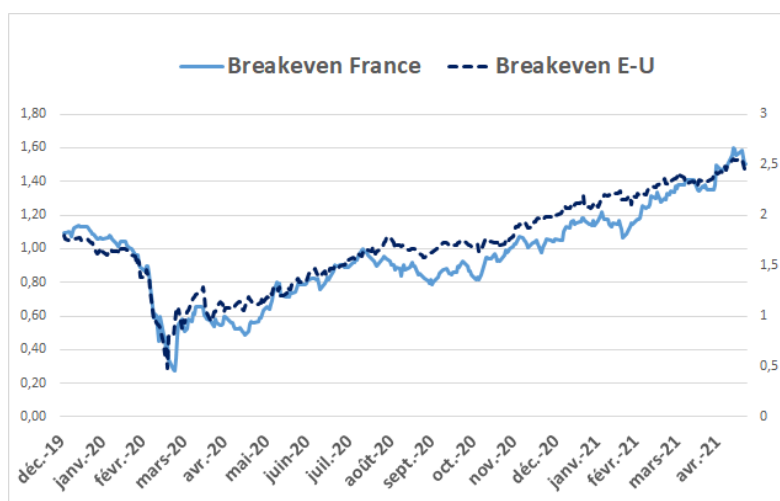
- Par ailleurs, la force de la reprise économique en cours a entraîné l'apparition de goulets d'étranglement et de tensions sur les prix de l'énergie, des matières premières industrielles et de composants comme les semi-conducteurs (inflation par les coûts).



La question est donc dorénavant de savoir si ces chocs de coûts vont générer une boucle inflationniste en suscitant une inflation des salaires. Or, ce n'est pas ce qui est constaté pour le moment, l'augmentation des salaires restant « mesurée » en zone euro et aux Etats-Unis (en moyenne, ce qui n'exclut pas des augmentations plus significatives dans certains secteurs en tension).



- **Au total, l'inflation actuelle semble temporaire et liée au retournement de cycle, notamment en relation avec des effets de base importants** (chute des prix début 2020) et les goulets d'étranglement déjà évoqués. Les banques centrales qui propagent ce message semblent pour le moment convaincre puisque les anticipations d'inflation à 10 ans (Breakeven) des marchés de taux, si elles ont certes augmenté, se situent à des niveaux « raisonnables ».



**En conclusion, la bonne inflation est une inflation mesurée et maîtrisée et dont les agents anticipent la réalisation.** Les banques centrales ciblent le niveau de 2%. En Europe, ce niveau n'a pas été atteint en moyenne après la crise financière de 2008. Une explication semble résider dans le caractère désinflationniste des intrants importés et une croissance limitée par de les resserrements budgétaires post crise.

Aujourd'hui, la réponse extraordinaire des banques centrales à la crise sanitaire suscite des interrogations. Une telle création de monnaie devrait être inflationniste à terme. Alors que se présentent des pics d'inflation sur certains biens et services, les banques centrales les considèrent comme transitoires en relation avec la reprise économique et les effets de base. L'absence de contagion forte aux salaires semble appuyer ce jugement.

Reste que la monnaie distribuée a déjà eu un effet significatif sur les marchés financiers et que la consommation de la sur-épargne réalisée pendant la crise ainsi que les goulets d'étranglement d'une reprise mondiale forte devraient avoir un caractère inflationniste, même modéré.

**Direction de la Stratégie et de l'Innovation – Direction des études économiques :**

[Ouvrir ce lien pour s'abonner](#)

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Etudes Economiques de La Banque Postale. Bien que ces informations soient établies à partir de sources considérées comme fiables, elles ne sont toutefois communiquées qu'à titre indicatif. La Banque Postale ne saurait donc encourir aucune responsabilité du fait de l'utilisation de ces informations ou des décisions qui pourraient être prises sur la base de celles-ci. Il vous appartient de vérifier la pertinence de ces informations et d'en faire un usage adéquat.