

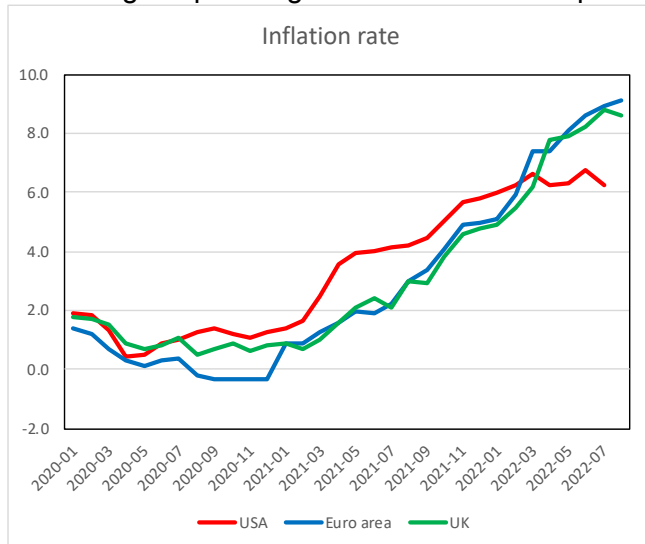
## Que s'est-il passé avec l'inflation ? Une explication après coup

30 septembre 2021



Aujourd'hui, tout le monde a compris que l'inflation est élevée et têtue. Il est surprenant qu'il ait fallu si longtemps pour atteindre cette conclusion alors que l'inflation est l'un des sujets les plus étudiés en économie et l'objet d'une pléthore de prévisions. Tout autant surprenant est le fait que l'on débâte encore de la manière dont il faut s'y attaquer. La profession doit se sentir humiliée d'avoir été si lente à comprendre ce qui s'est passé alors que l'inflation a été l'objet de milliers de contributions scientifiques et que des sommes considérables ont été dépensées pour construire des techniques de prévision. Ceci rappelle 2008, quand la défunte reine d'Angleterre a demandé à un groupe d'économistes distingués pourquoi aucun d'entre eux n'avait vu venir la crise financière. Les crises financières sont notoirement difficiles à prévoir, mais l'inflation ?

La figure ci-dessous montre l'évolution du taux d'inflation aux États-Unis, dans la zone euro et en Grande-Bretagne. En 2020, durant la pandémie, l'inflation a légèrement baissé parce que la demande avait diminué un peu plus que l'offre. Tout a changé rapidement au début de 2021. C'est à ce moment que le prix du pétrole est remonté au niveau d'avant la pandémie, après un creux atteint en avril 2019, avant de doubler par rapport à son pic précédent. C'est aussi à ce moment que l'on a commencé à parler de goulots d'étranglement dans les chaînes globales de production. À l'époque, Poutine n'avait pas commencé à faire des bruits de bottes ; il est probable qu'il n'avait pas encore envisagé d'envahir l'Ukraine (et s'il l'avait fait, nos collègues politologues doivent aussi se poser des questions).



Sources: FRED, Eurostat and ONS.

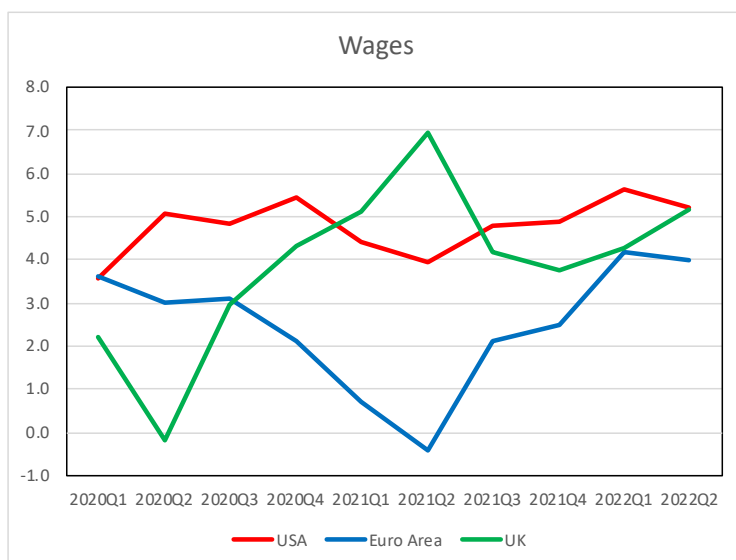
Le premier choc pétrolier a eu lieu il y a presque un demi-siècle. Là encore. La production scientifique a été énorme, et on pourrait penser qu'aujourd'hui tout étudiant en économie comprend comment ça se passe. Dans notre manuel, mon co-auteur et moi expliquons que ces chocs ne durent pas longtemps mais qu'une boucle prix-salaires (les augmentations de salaires répondent aux hausses de prix qui répondent aux augmentations de salaires) peut

se mettre en route et se poursuivre bien après que les prix du pétrole soient redescendus. Étrangement, nombreux sont les économistes qui ont annoncé que la poussée inflationniste serait temporaire. On reproche maintenant aux banques centrales d'avoir défendu cette thèse pendant près d'un an, mais les marchés financiers ont partagé cette vue et rares sont ceux qui l'ont critiquée. Au minimum, nous aurions dû admettre que ce n'était qu'une hypothèse parmi d'autres, en fait la moins probable.

Ce qui m'amène aux débats actuels. D'un côté, les banques centrales estiment aujourd'hui que la politique monétaire doit combattre l'inflation sans états d'âme, surtout parce que leur réaction a été bien tardive. À ce stade, disent-elles, il va falloir accepter une montée du chômage pour briser la boucle prix-salaires. De l'autre côté, il est affirmé que l'inflation va bientôt commencer à refluer. Un argument est que les salaires ont, pour l'instant, peu augmenté. Mais ce serait une lourde erreur que d'imaginer qu'il n'y aura pas de boucle prix-salaires.

Au milieu de 2021, l'inflation s'approchait de 4%. L'important n'était pas que ce taux était bien au-dessus de l'objectif officiel de 2%. La plupart des gens normaux, ceux qui ne sont pas des économistes, ne savent pas que 2% est le niveau de référence des banques centrales. Mais ce qu'ils comprennent, c'est qu'un taux d'inflation de 5% mesure la perte de leur pouvoir d'achat, et il est tout à fait improbable qu'ils acceptent une telle perte. Pour que l'inflation redescende par elle-même, il faudrait que les gens normaux acceptent le conseil du Gouverneur de la Banque d'Angleterre qui a enjoint les employés d'accepter la perte d'achat au nom du bien commun. Ils ne l'ont pas fait, et l'inflation a continué à grimper. La boucle prix-salaires est lancée.

On peut l'observer sur la figure ci-dessous. Aux États-Unis et en Grande-Bretagne, les salaires n'ont pas baissé durant la pandémie (hormis une brève période en Grande-Bretagne). En fait, ils ont augmenté plus rapidement que l'inflation, alors que les gains de productivité étaient modestes. Ceci a probablement contribué à déclencher la poussée inflationniste. Mais cette poussée a vite fait d'éliminer les gains de pouvoir d'achat. Avec une inflation actuellement entre 6% et 8% (ou plus), il ne fait guère de doutes que les salaires vont grimper pour rattraper les prix. Comme les salaires répondent avec un certain retard, les données actuelles sont sûrement trompeuses.



Sources: FRED, Eurostat and ONS.

Elles sont d'autant plus trompeuses que plusieurs gouvernements ont cherché à contenir l'inflation en limitant les hausses des prix de l'énergie ou en la subventionnant. Ces interventions ont joué un rôle dans la zone euro, mais leur impact commence à s'éroder. De plus, les gens normaux comprennent que ce genre de mesures ne peuvent pas être maintenues indéfiniment et donc que les pertes de pouvoir d'achat vont s'aggraver quand l'inflation continuera à monter. De toutes façons, ce qui est fait est fait. Le niveau des prix a fortement augmenté et n'est pas près de baisser, bien au contraire. La perte de pouvoir d'achat est permanente. Les salaires vont devoir rattraper les prix, et le feront d'autant plus vite que les marchés du travail restent tendus. S'imaginer que l'inflation va baisser significativement sans montée du chômage revient à confondre désir et réalité.

Cette tendance à confondre désir et réalité est au cœur de ce qui se passe. Quand le comité qui décide la politique monétaire de la Réserve Fédérale des États-Unis (FOMC) a finalement décidé d'enclencher des hausses de taux d'intérêt en mars 2022, aucun de ses membres n'envisageait aller au-delà de 1,5% en 2023. Lors de leur dernière réunion à la mi-septembre, le FOMC a augmenté son taux pour la troisième fois en l'établissant à 3%, et ses membres s'attendent maintenant à atteindre entre 4% et 5% en 2023. Comme toujours, les marchés financiers partagent ce sentiment. Mais si l'inflation ne redescend que modestement, disons à 6%, le taux d'intérêt devra être fixé au-dessus de 6% pour que la politique monétaire commence à être restrictive. Ceci vaut pour les autres banques centrales. Même si le mythe selon lequel il est possible de faire baisser l'inflation sans récession – connu sous le nom d'atterrissage en douceur – commence à se dissiper, nombreux sont ceux qui s'imaginent que les hausses de taux d'intérêt déjà mises en place sont suffisantes. Ils notent que les conditions financières se sont tendues, ce qui est vrai, en oubliant que qu'elles ont été, et restent, fortement inflationnistes. Il n'y a guère d'exemple où des taux d'intérêt inférieurs à l'inflation ont fait le travail.

Le vrai défi est que nous ignorons comment l'inflation va évoluer dans les deux ou trois ans à venir. La prévision économique – qui n'a jamais été la fierté des économistes – est désespérée ces temps-ci parce que nous subissons des événements complètement inédits (Covid, Ukraine). Les banques centrales, qui ont perdu beaucoup de leur crédibilité en s'arc-boutant sur leurs prévisions que la poussée d'inflation serait temporaire, se méfient à présent. Si elles se gardent bien de dire à quel niveau elles pensent devoir faire grimper les taux d'intérêt, les informations fournies par le FOMC nourrissent la confusion, que les marchés financiers amplifient.

La réponse à la première partie du titre de cet article, « que s'est-il passé avec l'inflation ? », est que la poussée d'inflation ne devrait pas être surprenante. La vraie surprise est que tant d'économistes ne l'ont pas vu venir. Quand les politiques budgétaires et monétaires sont fortement expansionnistes, les marchés du travail sont tendus et les ménages disposent d'un important stock d'épargne accumulée durant la pandémie, la demande est forte et résiliente. Quand l'économie mondiale se relève d'une profonde désorganisation, l'offre est plus lente à redémarrer. Prévoir une poussée d'inflation n'était peut-être pas un pari complètement sûr, mais c'était une possibilité très claire.

La seconde partie du titre, « une explication après coup », reconnaît qu'il est un peu trop facile d'expliquer ce qui s'est passé une fois qu'on le sait. Certes. Mais je ne pense pas que tous les économistes aient été convaincus par l'histoire du « temporaire ». Un exemple parmi bien d'autres en est mon article posté sur ce blog en mars 2021. La vraie question est pourquoi ces avertissements n'ont pas été pris au sérieux.