



**Actualité**



**L'ÉDITORIAL DE DENIS KESSLER**

**Mais où va donc l'inflation ?**

**T**rop élevée au début, trop faible ensuite, l'inflation nous aura surpris tout au long de la crise financière. Elle est en fait restée relativement stable, surtout sa composante sous-jacente (hors énergie, tarifs publics et produits volatils à court terme), malgré le grand nombre de chocs violents sur nos économies depuis dix ans. Son faible niveau actuel, de 1% sur un an en France et 0,5% en sous-jacent, inquiète de plus en plus les observateurs. Nous sommes quasiment à espérer le retour de l'inflation : quel paradoxe ! Le recours à la boîte à outils traditionnelle pour comprendre l'évolution des prix à la consommation paraît peu utile. Les relations macroéconomiques traditionnelles paraissent désactivées. Qu'on en juge !

**« Son faible niveau inquiète. Nous sommes quasiment à espérer son retour. Quel paradoxe ! »**

– **La relation de Phillips** veut que l'inflation baisse quand le chômage augmente : or il n'y a pas eu de forte déflation après 2008, et on n'observe pas de remontée significative de l'inflation sous-jacente malgré la reprise généralisée.

– **La relation monétariste** veut que l'inflation augmente quand base et masse monétaires augmentent : or, l'inflation est quasi stable alors que la base monétaire a été multipliée par environ 4 aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Europe.

– **L'équation de Fisher** veut que l'inflation baisse lorsque les taux d'intérêt nominaux baissent : or la baisse de l'inflation dans les économies avancées a été modeste, et

aurait donc dû être plus forte avec la forte baisse des taux d'intérêt nominaux.

– **L'hypothèse des anticipations rationnelles** veut que l'inflation réalisée converge vers son niveau anticipé : or l'inflation anticipée a été supérieure à l'inflation réalisée depuis dix ans. C'est paradoxalement l'inflation anticipée qui suit l'inflation constatée ! Plusieurs facteurs se conjuguent pour expliquer cette situation inédite.

**1- Les fluctuations de l'inflation** depuis dix ans ont été déterminées par celles du cours des matières premières, du pétrole et des produits alimentaires, qui ont été contracycliques par rapport à la conjoncture.

Elles ont été principalement liées à la conjoncture des économies émergentes, asynchrone par rapport à celle des pays avancés. Mais d'autres facteurs auraient aussi joué.

**2- La relation de Phillips** aurait été remise en cause par la baisse du coût des investissements et des coûts salariaux

imputable à la robotisation et à la digitalisation ; la pression baissière exercée sur les prix par la contestabilité généralisée des rentes ; la comparabilité exacerbée aiguissant la concurrence ; l'« ubérisation » et « amazonification » des économies ; la montée du temps partiel non choisi dans les économies anglo-saxonnes, qui freine les pressions haussières sur les salaires.

**3- L'équation monétariste** n'aurait pas joué car la croissance de la base monétaire n'a pas vraiment servi à alimenter l'économie réelle en liquidités mais surtout à gonfler les placements sans risque sous forme de réserves rémunérées auprès des banques centrales ainsi que le prix des actifs financiers ou immobiliers.

**4- L'équation de Fisher** ainsi que l'hypothèse des anticipations rationnelles auraient été rendues peu opérantes par le fait que les anticipations ne peuvent être parfaitement rationnelles que par rapport à un choc attendu et non par rapport à une « surprise », comme l'ont été l'éclatement de la crise financière et son déroulement.

En réalité, le recours massif aux politiques monétaires non conventionnelles – *quantitative easing* (QE) –, conjugué au maintien d'un déficit public important, a été le catalyseur de la désactivation des mécanismes traditionnels expliquant l'évolution de l'inflation. Deux hypothèses sont alors envisageables.

– Soit la sortie du QE réactiverait ces relations et l'inflation serait de nouveau redoutée. On réinstaurerait alors les politiques monétaires classiques de lutte contre l'inflation par les taux d'intérêt.

– Soit les évolutions structurelles de nos économies, liées notamment aux nouvelles technologies ; aux effets sur le marché du travail de la robotisation et de l'intelligence artificielle ; à l'essor des financements par les marchés ; à la croissance du *shadow banking* aboutiraient à de nouvelles relations économiques. Il faudrait alors repenser les politiques monétaires à la lumière de ces changements radicaux. L'inflation pourrait alors ne pas resurgir comme par le passé. Il faudrait même se préoccuper d'une déflation possible, conséquence d'une croissance lente ou d'un épuisement des gains de productivité comme au Japon.

Les relations entre monnaie, taux d'intérêt et économie réelle changent. La politique monétaire doit donc être repensée. Et le retour à une normalité économique et monétaire d'avant-crise semble en partie illusoire. ■

Hervé BOUTET