

IV / Les politiques économiques de lutte contre l'inflation en Europe

François Geerolf

Alors qu'elle semblait avoir définitivement disparu du vieux continent, l'inflation a fait son retour en Europe, avec un taux d'inflation annuel en zone euro à 7 % en avril 2023, et un pic à 10,6 % d'inflation en octobre 2022.

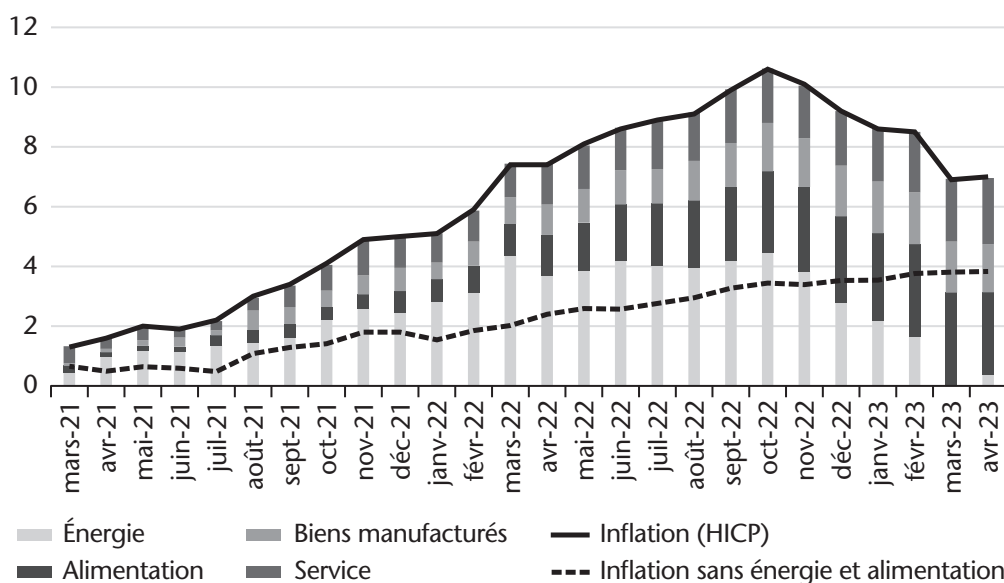
La lutte contre l'inflation est depuis devenue une priorité de la politique économique ; elle a amené les gouvernements européens à mobiliser des instruments inédits pour lutter contre elle. Boucliers tarifaires, taux réduits de TVA, plafonnement des prix du gaz pour les centrales électriques, bouclier loyer, abonnement transport mensuel subventionné, remise à la pompe, défiscalisation des primes de partage de la valeur, sans oublier la hausse des taux d'intérêt de la Banque centrale européenne (BCE) : la liste des mesures prises pour lutter contre l'inflation depuis le début de la guerre en Ukraine en février 2022 peut faire penser à un inventaire à la Prévert.

Ce chapitre propose de faire un tour d'Europe de ces politiques de lutte contre l'inflation externe comme interne, et d'en discuter la logique.

D'où vient l'inflation ?

Guerre en Ukraine, reprise postpandémique, politiques monétaires et budgétaires expansionnistes, les explications ne manquent pas pour rationaliser l'inflation actuelle. L'absence de diagnostic partagé est un premier obstacle à la politique économique : chacun de ces diagnostics peut en effet impliquer des mesures de politiques économiques qui sont différentes.

Graphique 1. Contributions à l'inflation en zone euro



Source : Eurostat.

Une première analyse des composantes de l'inflation permet néanmoins d'écarter certaines théories. D'abord, à rebours d'explications qui feraient intervenir seulement la quantité de monnaie (en vertu de la théorie quantitative de la monnaie), il paraît indéniable que la hausse du prix de l'énergie et de l'alimentation a joué un grand rôle dans la montée de l'inflation en zone euro. Comme le montre le graphique 1, au maximum du pic d'inflation, en octobre 2022, la contribution de l'énergie à l'inflation était égale à environ 4,4 %, celle de l'alimentation était égale à environ 2,7 %, portant la contribution du total énergie et alimentation à environ 7,2 %. La contribution de l'inflation des autres composantes était donc d'environ 3,4 %¹. Au contraire, les thèses selon lesquelles la politique monétaire trop expansionniste ou le « quoi qu'il en coûte » expliquent l'inflation se heurtent à une difficulté : pourquoi l'inflation s'est-elle déclenchée au moment de la reprise postpandémique, soit bien après que les politiques monétaires ont commencé à être expansionnistes et après le « quoi qu'il en coûte » mis en

1 L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix soumis à l'intervention de l'État (électricité, gaz, tabac...) et les produits à prix volatils (produits pétroliers, produits frais, produits laitiers, viande, etc.), était, elle, égale à 5 %, et non à 3,4 %, pour une raison technique de construction des indices de prix, qui tient à la non-additivité des taux d'inflation.

Inflation externe contre inflation interne

Tandis que les manuels d'économie définissent en général l'inflation comme une « hausse généralisée des prix et des salaires », dans la pratique tous les prix et les salaires n'augmentent pas de la même manière, et il existe donc au moins autant de phénomènes inflationnistes que de composantes de l'indice des prix. Cependant, pour les besoins de l'analyse, il est utile de classer les phénomènes inflationnistes en deux grandes catégories : externe et interne.

D'un côté, l'inflation qu'on propose d'appeler « externe » correspond à une dégradation pour un pays des termes de l'échange, amenant à une hausse du prix des biens importés, ce qui contribue à diminuer le pouvoir d'achat du pays pris dans son ensemble, qui achète les biens dont le prix augmente (par exemple le pétrole) et s'appauvrit. C'est à ce genre d'inflation qu'on assiste d'abord depuis au moins octobre 2021 en Europe. L'inflation « interne » est d'un genre différent : celle-ci correspond à une hausse des prix et des salaires qui peut faire des gagnants (les vendeurs) aussi bien que des perdants

(les acheteurs) dans le même pays, mais dont l'effet agrégé sur le pouvoir d'achat est nul en première approximation. Elle correspond à une baisse de la valeur de la monnaie en termes de biens et services. Cette inflation interne peut être par exemple occasionnée par une dévaluation forte du taux de change d'un pays, comme en France ou en Italie pendant les « trente glorieuses », pays à monnaie dite « faible » qui connaissaient alors des taux d'inflation très supérieurs aux pays à monnaie dite « forte » comme l'Allemagne, la Suisse ou le Japon. Pour certains économistes, on ne devrait en fait parler de phénomène inflationniste que dans ce dernier cas d'une inflation interne, dans la mesure où l'inflation externe ne correspond qu'à une hausse de certains prix relatifs, et pas d'autres. Cependant, la confusion s'est désormais imposée [Geerolf et Jacquet, 2022].

La différence entre inflation interne et inflation externe est essentielle, étant donné que les coûts de l'inflation externe sont considérablement plus importants que ceux de l'inflation interne : l'inflation externe correspond à une dégradation des termes de l'échange, donc à une perte de pouvoir d'achat à répartir. Les coûts de l'inflation interne sont bien moindres,

œuvre pendant la crise de la Covid-19 ? Le fait que l'inflation ait fortement accéléré avec la crise ukrainienne ne s'explique-t-il pas très simplement par l'effet de cette crise sur les prix de l'énergie et de l'alimentation ? D'autres facteurs comme les ruptures de chaînes d'approvisionnement dues aux mesures de confinement en Chine ont certainement joué un rôle, mais leur importance est difficilement quantifiable, du fait de leur caractère inédit.

Une première manière de lutter contre l'inflation consiste donc à lutter contre la hausse des prix de l'énergie, soit en réduisant le prélèvement extérieur (la hausse de la facture énergétique pour un pays qui est importateur net d'énergie),

puisque'il n'y a pas de perte de pouvoir d'achat du pays au niveau agrégé. Ces coûts, s'ils existent, sont en tout cas de second ordre : selon la théorie néokeynésienne, ils proviennent de la dispersion des prix relatifs, qui sont une forme d'inefficacité. Cependant, leur importance quantitative est plutôt faible en pratique, même avec une inflation à deux chiffres [Nakamura *et al.*, 2018]¹.

La lutte contre ce type d'inflation correspond sans doute davantage à un équilibre politique, cherchant par exemple à protéger les retraites et certains groupes dont les revenus ou les actifs ne sont pas indexés contre une potentielle perte de pouvoir d'achat. Dans le contexte actuel de la zone euro, il convient de prendre cet objectif de lutte contre l'inflation comme une donnée, puisque la lutte contre l'inflation est un objectif qui est fixé dans le marbre des traités : une des missions principales de la BCE est de lutter contre l'inflation, avec un statut qui est proche de celui qu'avait autrefois la Bundesbank.

Au-delà des effets agrégés, les effets redistributifs de l'inflation externe sont également très différents de ceux de l'inflation interne : comme on le voit actuellement, l'inflation externe pèse plutôt sur les plus pauvres (en tout

cas, avant de prendre en compte les mécanismes d'indexation), tandis que les effets de l'inflation interne sont plus ambigus (l'inflation interne peut par exemple favoriser les emprunteurs, ou bien les salariés quand cette inflation a une origine salariale). L'idée selon laquelle l'inflation touche davantage les plus pauvres est valide pour l'inflation externe, mais pas pour l'inflation interne.

Enfin, ces deux grandes catégories d'inflation « externe » ou « interne » ne prennent pas en compte toute la diversité des situations. D'un côté, l'inflation « interne » peut avoir des causes multiples : elle peut provenir initialement d'un emballement des salaires, des profits, des indexations du salaire minimum, qui entraînent ensuite les autres prix. D'un autre côté, l'inflation externe prend également des formes multiples, selon qu'elle touche davantage le pétrole, le gaz, l'électricité, l'alimentation, et les effets sur le pouvoir d'achat et sur la redistribution diffèrent.

1. Il est intéressant de voir les réactions suscitées par cet article lorsqu'il fut présenté par Emi Nakamura lors de la conférence annuelle de recherche de la Banque centrale européenne. Un intervenant a exprimé son scepticisme en rappelant l'épisode traumatisant de l'hyperinflation pour l'Allemagne.

soit en prenant en charge ce prélèvement extérieur *via* le déficit public. Ces politiques sont des politiques de lutte contre l'inflation externe. Un deuxième type de politiques consiste à se battre contre l'inflation interne : lutter contre la « boucle prix-salaires », contre le désancrage des anticipations, augmenter le chômage en réduisant la demande et jouer sur les indexations seront ensuite successivement discutés. L'encadré ci-dessus discute de la différence entre inflation externe et inflation interne, qui est essentielle. Les politiques de lutte contre l'inflation sont très différentes, selon qu'elles visent à lutter contre l'inflation externe ou contre l'inflation interne.

Réduire l'ampleur du prélèvement extérieur

Un premier type de politique qui cherche à lutter directement contre l'inflation externe tend à réduire le prélèvement extérieur. C'est sans ambiguïté le plus efficace, dans la mesure où il cherche à diminuer directement l'ampleur de la perte de pouvoir d'achat à répartir entre les agents économiques. Pourtant, ces politiques sont rarement discutées entre les économistes, car on part souvent du principe que le prélèvement extérieur est « exogène » à la politique économique, c'est-à-dire en dehors de son contrôle. Pourtant, il existe de nombreuses politiques qui permettent de limiter l'ampleur du prélèvement extérieur.

À cet égard, les politiques énergétiques sont bien sûr essentielles, même si, en Union européenne, elles restent largement du ressort des États. Sur le plan énergétique, la politique énergétique est en effet autonome en vertu de l'article 194 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) stipulant que chaque État membre est libre de « déterminer les conditions d'exploitation de ses ressources énergétiques, son choix entre différentes sources d'énergie et la structure générale de son approvisionnement énergétique ». Les États membres ont d'ailleurs connu des niveaux d'inflation énergétique très hétérogènes² en fonction de leurs situations particulières, qui dépendaient de leurs mix énergétiques [Geerolf *et al.*, 2022]. En fonction de ces mix énergétiques, les politiques de lutte contre l'inflation externe varient fortement, étant entendu que la dépendance aux prix du gaz et du pétrole en particulier y est plus ou moins forte. Afin de limiter leurs factures énergétiques, les Européens avaient à la fois des intérêts en commun (limiter davantage la consommation d'énergie, pour que le prix baisse en Europe) mais en même temps d'autres intérêts plus divergents. Sur le sujet énergétique par exemple, la politique espagnole de plafonner les prix du gaz pour limiter la hausse des prix de l'électricité (mécanisme ibérique) a été critiquée parce qu'elle menaçait potentiellement l'approvisionnement de l'Allemagne en gaz, en encourageant sa consommation en Espagne. La volonté de sécuriser des sources d'approvisionnement alternatives en gaz naturel liquéfié (GNL), pour substituer le gaz acheminé par

2 Néanmoins, il faut noter que cette hétérogénéité de l'inflation énergétique provient également de différences de méthodologie pour mesurer l'inflation entre les pays : par exemple, les Pays-Bas ne prennent en compte que les prix de l'énergie liés aux nouveaux contrats [Geerolf, 2023].

pipelines, a pu amener à une concurrence entre les nations européennes pour remplacer les sources d'énergie russes par des approvisionnements meilleur marché.

Les mesures de sobriété énergétique pour les ménages ou de « chasse au gaspillage » dans les entreprises consistant à économiser l'énergie sont efficaces même si elles impliquent que certains gisements d'économie n'étaient pas utilisés auparavant³. Ces politiques permettent de réduire l'inflation et le prélèvement extérieur, pour deux raisons : la consommation baisse, ce qui limite l'effet d'une hausse donnée des prix, et la baisse de la consommation peut contribuer à réduire la hausse des prix. La réduction de la vitesse maximale sur l'autoroute ou la mise en place de normes contraignantes sur le chauffage aurait pu également faire partie d'un arsenal qui n'a été mobilisé qu'en partie. De manière symétrique, les politiques de l'offre dans le secteur énergétique, comme la réouverture de capacités de production électrique, sont utiles pour réduire les volumes importés et leur prix (dans le cas des centrales à charbon en Allemagne, le coût écologique est néanmoins très important). Inversement, le peu de disponibilités du parc nucléaire français au moment où le prix de l'électricité était plus haut a contribué à alourdir la facture énergétique, tandis que le travail important consistant à le remettre en route très rapidement a pu contribuer à alléger la facture énergétique. En cela, le travail d'Électricité de France (EDF), de l'Autorité de sûreté nucléaire (ASN) et de Réseau de transport d'électricité (RTE) a participé à la lutte contre l'inflation externe.

Bien évidemment, la lutte contre l'inflation externe a été surdéterminée par des considérations géopolitiques, et par la priorité consistant à sanctionner la Russie, et à aider l'Ukraine dans son effort de guerre. Dans ce contexte, limiter l'ampleur du prélèvement extérieur que les sanctions économiques occasionnent permet de remplir deux objectifs simultanément : elle limite l'effet positif d'amélioration des termes de l'échange pour l'économie sanctionnée, en même temps qu'elle réduit l'effet négatif sur l'économie qui décide des sanctions. Dans ce contexte, certains économistes ont poussé pour la mise en place d'un embargo sur l'énergie russe externe par l'Europe (hydrocarbures

3 Les économistes sont en général réticents à faire cette hypothèse, car elle implique que le comportement des agents était auparavant sous-optimal. Pourtant, on observe empiriquement aussi bien du côté des ménages que de celui des entreprises que de telles économies d'énergie sont possibles [IEA, 2023].

et gaz), afin de tarir ses sources de financement, ce qui aurait abouti à un très fort renchérissement de ces énergies⁴. L'annonce d'un tel embargo, et son anticipation par les marchés *via* des comportements spéculatifs de stockage, a, comme on aurait pu s'y attendre, entraîné une très forte augmentation des prix : celle-ci a donc pu avoir un effet contraire à l'effet recherché, en aidant la Russie *via* des recettes d'exportation plus importantes, tout en augmentant l'ampleur du prélèvement extérieur pour les pays. Plutôt que d'annoncer une baisse de l'offre et d'espérer que la hausse des prix force la baisse de la demande *via* le signal prix, il eût été peut-être plus judicieux d'organiser préalablement la baisse de la demande *via* les mécanismes cités plus hauts, qui n'auraient pas alourdi la facture énergétique ni aidé la Russie.

Limiter la hausse des prix de l'énergie *via* l'outil budgétaire

Ces politiques de réduction du prélèvement extérieur une fois mises en œuvre, il peut rester néanmoins une part trop importante qui reste à la charge des ménages et des entreprises. Faire porter la hausse de la facture énergétique par l'État est une autre manière de limiter l'inflation énergétique, au prix d'un déficit budgétaire et d'un déficit extérieur qui se creusent. Ces politiques ont été mises en œuvre à des degrés divers dans nombre de pays européens : en France, une politique coûteuse de « bouclier tarifaire » ; en Espagne, des baisses de TVA sur les prix de l'énergie. Les obligations faites aux entreprises nationalisées de vendre leur énergie en dessous du prix du marché, qui ont été décidées dans de nombreux pays européens, entrent également dans cette catégorie. L'abonnement mensuel de transport subventionné, qu'on a par exemple vu en Allemagne, est une autre manière de soulager le poste « transports » dans le budget des ménages, même si, contrairement à la « remise carburant », il n'encourage pas des modes de transport individuels, très émetteurs en CO₂ (quoique le bilan carbone du rail soit probablement moins favorable en Allemagne qu'en France, car la production d'électricité y est moins décarbonée).

4 Une étude très commentée [Bachmann *et al.*, 2022] en Allemagne avait par exemple envisagé un embargo du gaz russe qui amènerait à une multiplication par 14 des prix de l'énergie, pour induire une baisse de 10 % des quantités consommées, et par 35 des prix du gaz (de 20 €/MWh à 700 €/MWh), pour aboutir à une baisse de 30 % de la consommation de gaz naturel [Geerolf, 2022].

Ces politiques de réduction du prix de l'énergie par la dépense publique ont un inconvénient majeur : un coût budgétaire potentiellement très important. C'est d'ailleurs à ce titre que beaucoup de ces politiques du type « bouclier tarifaire » ou encore « remise carburant » ont été très critiquées : selon leurs détracteurs, elles n'auraient pas suffisamment ciblé leurs bénéficiaires, et elles auraient dû davantage se focaliser sur les populations qui en avaient le plus besoin. Dans le même temps, les études ont fait apparaître que les déterminants de la consommation d'énergie étaient multiples et pas seulement liés au revenu, et qu'un tel ciblage aurait été difficile, surtout dans l'urgence. Jouer sur les prix présente un grand avantage : par construction, cela permet de soulager du poids de la hausse des prix énergétiques exactement ceux qui la subissent davantage. Ceci est également vrai pour les mesures de remise carburant comme pour les mesures de baisse de la TVA sur les produits de première nécessité.

Par ailleurs, la hausse de l'inflation externe et du prélèvement extérieur n'est pas seulement un choc d'offre qui a un effet sur le coût de production des entreprises, c'est aussi un choc de demande agrégée qui a un effet sur le budget des ménages, et donc sur leur demande. Les politiques économiques de lutte contre l'inflation externe sont ainsi une manière de limiter la baisse de la demande agrégée et du revenu disponible qui accompagne nécessairement les chocs alimentaires et énergétiques, qui portent de manière disproportionnée sur les ménages. Sans ces politiques, le revenu disponible des ménages serait amputé de manière substantielle, ce qui limiterait les dépenses sur d'autres biens. D'un côté, cela limiterait l'ampleur du déficit commercial qui accompagne le prélèvement extérieur, *via* une compression des importations, et cela aurait un effet stabilisant sur ce déficit. De l'autre, on assisterait très certainement à une augmentation du chômage, et du déficit budgétaire par cet effet keynésien. Il faut d'ailleurs noter que ces politiques budgétaires expansionnistes de lutte contre l'inflation externe se sont révélées très efficaces dans la lutte contre l'inflation, ce qui est inhabituel, dans la mesure où la politique budgétaire expansionniste est plutôt censée amener à une hausse de l'inflation, puisqu'elle produit une augmentation de la demande agrégée par rapport à l'offre agrégée.

Du point de vue de la microéconomie, ces politiques ont également été critiquées au motif qu'elles ne préservaient pas suffisamment le signal prix. En effet, la politique de lutte contre l'inflation *via* la baisse du coût de l'énergie n'encourage pas aux économies d'énergie et contribue par conséquent à

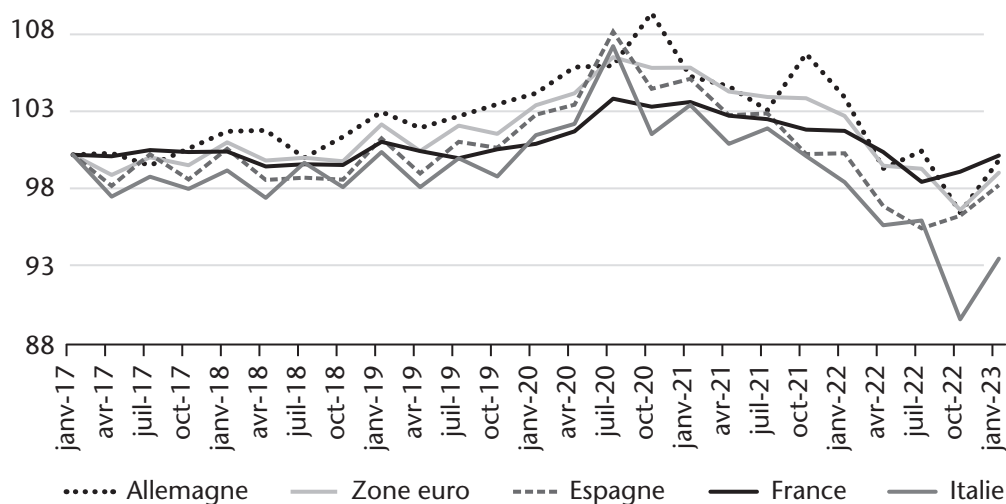
alourdir la facture énergétique, et à augmenter le prélèvement extérieur (dans une logique inverse de celle de sobriété). Ainsi le modèle allemand est-il régulièrement cité comme l'exemple d'un modèle de vertu et de bonne gestion économique. Celui-ci prévoyait une subvention à hauteur de 80 % des consommations d'énergie de l'année passée, de sorte que les incitations à faire des économies d'énergie restaient intactes sur les derniers 20 % de la consommation : ceci permettait de concilier soutien au pouvoir d'achat (dans le cas des ménages) ou préservation du tissu économique (dans le cas des entreprises) et efficacité économique dans le sens d'une incitation intacte à réaliser des économies d'énergie, ce qui permettait de réduire fortement la facture énergétique. Il est vrai que, dans d'autres pays, et par exemple en France, les « boucliers tarifaires » ou les diminutions des impôts indirects sur les prix de l'énergie n'ont pas incité aux économies d'énergie. Cependant, il faut souligner que le dispositif allemand permettant de préserver le signal prix ne relève pas non plus de la solution miracle, dans la mesure où il a tendance à récompenser davantage ceux qui n'avaient pas jusqu'ici fait des économies d'énergie : il y a une forme d'« incohérence temporelle » dans ce genre de politiques, puisqu'il récompense les efforts immédiats, mais que l'anticipation qu'un tel dispositif pourrait être mis en place à l'avenir a au contraire tendance à décourager les efforts *ex ante*. Dans ces conditions, un tel dispositif ne pourrait pas être mis en œuvre de manière répétée, sauf à décourager les économies d'énergie volontaires. On le voit : il est très difficile de mettre en place des politiques publiques qui dominent toutes les autres ; toutes les politiques ont des avantages et des inconvénients.

Lutter contre la « boucle prix-salaires »

À côté des politiques de lutte contre l'inflation externe, il y a également les politiques de lutte contre l'inflation interne. Les deux types de politiques ne sont d'ailleurs pas indépendants. Une des raisons pour lesquelles certains pays, comme la France, ont cherché à limiter au maximum l'inflation externe *via* la dépense publique était de réduire le risque d'apparition d'une « boucle prix-salaires ». Selon cette théorie, une hausse des prix occasionne une hausse des salaires (un-pour-un, on parle alors d'« indexation unitaire »), qui peut entraîner des

Graphique 2. Évolution des salaires réels en Europe

100 = janvier 2017



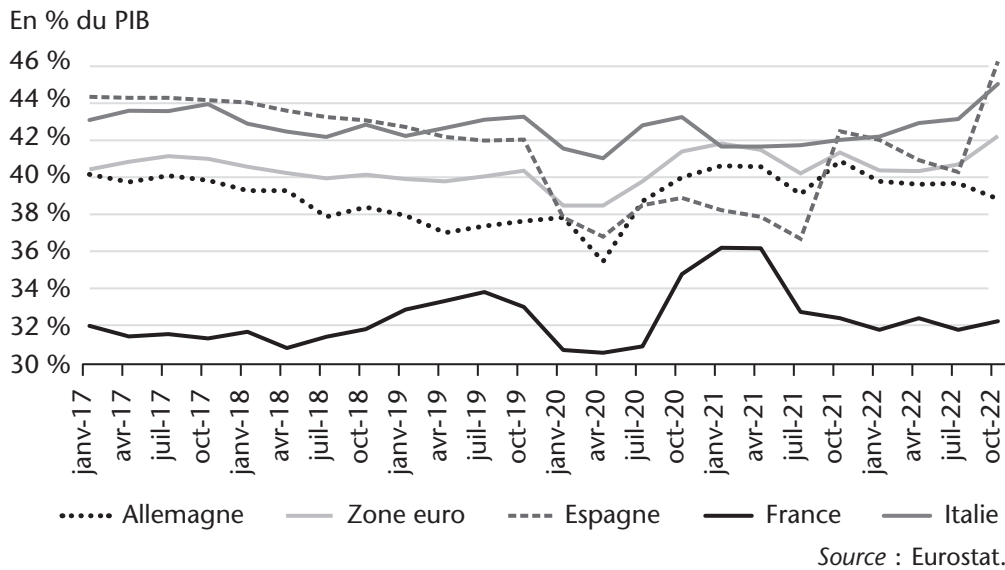
Source : Eurostat.

hausse de prix supplémentaires. Une alternative à la lutte contre l'inflation *via* des politiques comme le bouclier tarifaire aurait en effet été de faire des transferts plus importants aux ménages, comme cela a eu lieu par exemple en Allemagne, mais qui ne seraient pas apparus dans l'inflation⁵. La crainte d'une « boucle prix-salaires » a également poussé certains pays à encourager le versement de primes, comme la prime de partage de la valeur en France, qui revêtent un caractère exceptionnel, plutôt que des augmentations de salaires.

Pourtant, on a des raisons d'avoir des doutes au sujet de cette « boucle prix-salaires ». Empiriquement, l'inflation des salaires nominaux est partout en Europe très inférieure à celle des prix, avec pour conséquence que les salaires réels baissent (graphique 2). En d'autres termes, on n'a pas pour le moment observé d'indexation unitaire des salaires sur les prix : les salaires nominaux ont tendance à agir comme une force de rappel qui tendrait à ralentir l'inflation, plutôt que comme une force motrice de l'inflation.

5 Le critère pour savoir si une aide aux ménages apparaît dans l'inflation ou dans le revenu nominal des ménages dépend de son caractère universel, de son lien direct avec un acte d'achat, selon des critères qui varient en fonction des instituts statistiques nationaux : la décomposition entre inflation et revenu nominal revêt donc un caractère arbitraire [Geerolf, 2023].

Graphique 3. Part des profits dans la valeur ajoutée

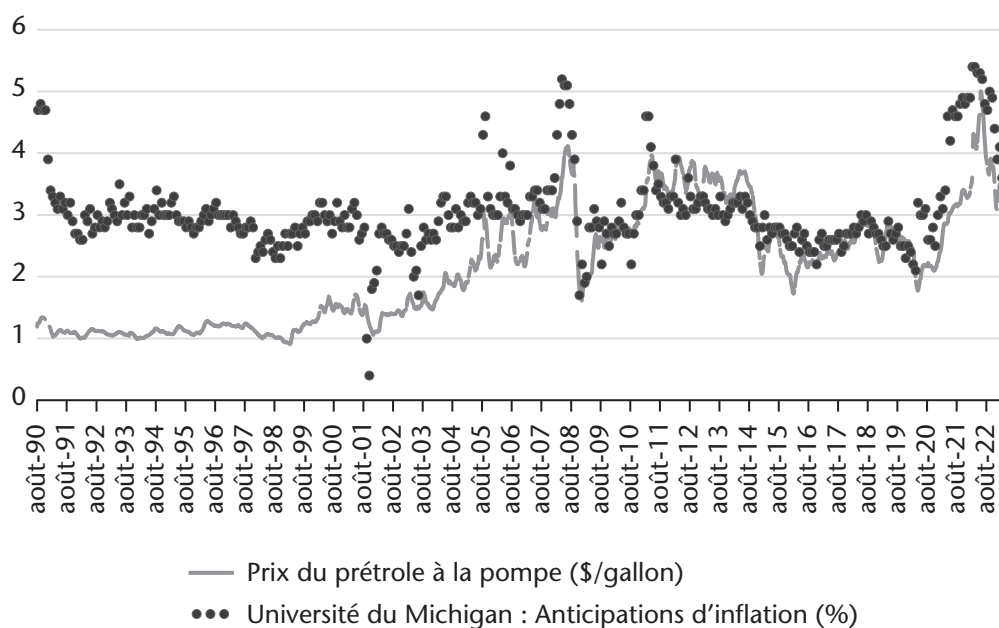


Les débats autour de la « boucle prix-profits », ou encore de la « boucle prix-prix », semblent d'ailleurs suggérer que les profits ont bien davantage été à la source de l'inflation que les salaires : dans de nombreux pays européens comme l'Espagne ou l'Italie, la part des profits dans la valeur ajoutée (mesurée comme celle de l'excédent d'exploitation et des revenus mixtes) a en effet augmenté (graphique 3), de sorte que l'épisode inflationniste s'est fait au détriment des salariés, et non en leur faveur, une évolution plutôt inattendue en période de difficultés économiques, et très différente de celle qu'on avait connue pendant les années 1970, où les marges des entreprises s'étaient fortement détériorées. Ceci a d'ailleurs ravivé les débats autour de la question d'une inflation tirée non par les salaires, mais par un conflit de répartition entre les acteurs économiques [Lorenzoni et Werning, 2023], qui avait été posée il y a longtemps, lors d'un épisode inflationniste précédent [Rowthorn, 1977].

Lutter contre un désancrage des anticipations d'inflation

Une autre crainte motive la lutte vigoureuse contre l'inflation en Europe : celle d'un désancrage possible des anticipations d'inflation. Depuis 1970 et l'épisode de la « stagflation », les anticipations d'inflation sont considérées comme ayant une grande importance pour le processus inflationniste. Selon cette

Graphique 4. Anticipations d'inflation et prix du pétrole aux États-Unis



Source : Fred (codes GASREG, MICH).

vision de l'économie, l'inflation pourrait s'installer durablement en Europe si les agents économiques se mettaient à anticiper des taux d'inflation plus élevés et à les prendre en compte dans leurs décisions. Il serait alors beaucoup plus coûteux de diminuer l'inflation, une fois celle-ci installée. Cette crainte motive une action vigoureuse des banques centrales et un discours volontariste, garantissant le retour de l'inflation à sa cible dans un futur proche (« à temps⁶ »).

Pourtant, cette crainte ne repose pas davantage sur des bases empiriques ni théoriques très solides [Rudd, 2022]. Dans la pratique des banques centrales, les anticipations d'inflation sont d'un intérêt limité pour prévoir : elles ont surtout permis d'expliquer l'épisode de « stagflation » dans les années 1970 [Tarullo, 2017]. Mais la stagflation coïncidait aussi avec un changement du régime de change aux États-Unis, avec la fin du système de Bretton Woods, qui pourrait expliquer l'apparition de la stagflation consécutivement à la dévaluation du dollar [Geerolf, 2019]. Inversement, les pays qui apprécient le plus

6 *In a timely manner* en anglais, expression utilisée par tous les membres de la Banque centrale européenne, par exemple par Christine Lagarde le 22 mars 2023.

leurs monnaies à cette époque sont ceux qui connaissent l'inflation la plus limitée (par exemple l'Allemagne). Plus généralement, on peut se demander, sur la base des études micro-économiques, dans quelle mesure les anticipations d'inflation déterminent réellement le comportement des agents, y compris des entreprises, dans la mesure où beaucoup d'entre elles n'ont aucune idée de l'inflation moyenne [Coibion *et al.*, 2018]. On note aussi que les ménages ne sont pas vraiment au fait des objectifs changeants de la banque centrale [Coibion *et al.*, 2023]. Empiriquement, il est intéressant de noter que les anticipations d'inflation suivent surtout les prix de l'essence à la pompe (graphique 4), ce qui n'est peut-être pas si étonnant, puisque ce prix varie fortement pour les ménages et d'une manière très visible ; on peut se demander par conséquent si les actions de la banque centrale ont vraiment une prise sur elles. Par ailleurs, comme on l'a déjà évoqué, les salariés ont déjà bien de la peine à négocier des hausses de salaires qui leur permettraient de rattraper l'inflation passée : On voit mal comment ils pourraient obtenir des augmentations de salaires anticipées en fonction de leurs anticipations subjectives...

Faire augmenter le chômage ?

L'épisode de la stagflation des années 1970 n'a pas seulement convaincu les banquiers centraux de l'importance des anticipations d'inflation, elle les a aussi persuadés que seule une politique très dure d'augmentation du chômage était à même d'endiguer l'inflation, pour venir à la fois à bout de l'inflation, selon la logique de la « courbe de Phillips », et de son anticipation par les agents. Ainsi Paul Volcker est-il souvent célébré pour avoir triomphé de l'inflation au début des années 1980 *via* une augmentation très forte du chômage, elle-même occasionnée par la politique monétaire très restrictive de la Réserve fédérale (Fed). En septembre 2022, le président de la Fed Jerome Powell a déclaré avoir « besoin d'une augmentation du chômage ». Celui-ci ajoutait également : « Pour faire baisser l'inflation, il faudra un ralentissement du marché du travail et une croissance sous le potentiel. [...] J'aimerais qu'il existe une méthode indolore pour y parvenir. Il n'y en a pas. » La question, depuis le début de l'épisode inflationniste en cours, est donc de savoir si une telle augmentation du chômage sera à nouveau nécessaire pour diminuer l'inflation, ou s'il sera possible de faire

atterrir l'économie en douceur (*soft landing*), c'est-à-dire sans augmentation du chômage⁷.

Là encore, comme dans le cas des anticipations d'inflation, on peut se demander si les bonnes leçons de cette période ont vraiment été tirées. Les États-Unis sont aussi venus à bout de l'inflation au début des années 1980 en l'exportant dans d'autres pays, *via* une appréciation très forte du dollar au début des années 1980, consécutive de la politique très restrictive de la Fed, qui avait alors miné la compétitivité américaine notamment par rapport au Japon et aux États-Unis (et abouti aux accords du Plaza). Ceci est d'autant plus vrai en Europe, où l'inflation actuelle n'est pas principalement causée par les salaires mais par les prix de l'énergie, et où on voit mal dans ces conséquences pourquoi une hausse du taux de chômage ou un ralentissement de l'économie seraient potentiellement un remède.

Jouer sur les indexations

Un dernier remède permettrait de lutter contre l'inflation interne : il consisterait à jouer sur les indexations. Ainsi la désindexation des salaires dans la plupart des pays avancés au tournant des années 1970-1980 avait-elle aussi eu pour effet de limiter l'incidence d'une potentielle « boucle prix-salaires » et de limiter l'inflation. Aujourd'hui, certaines indexations existent toujours, comme sur le salaire minimum, qui est indexé dans de nombreux pays européens avec des fréquences et des formules d'indexation variables. En dehors du salaire minimum, les différences nationales sont marquées, par exemple sur la fréquence des négociations salariales : certains pays négocient annuellement, d'autres tous les deux ans. La fréquence des négociations contractuelles a plus généralement un effet sur l'inflation : ceci explique par exemple pourquoi les hausses de prix alimentaires ont eu lieu plus tardivement dans certains pays comme la France.

Les indexations portent aussi sur certains biens et services, comme les loyers dans de nombreux pays, y compris en France (ou, de manière plus anecdotique, les péages autoroutiers en France). Là encore, la désindexation (comme la limitation de

7 Selon les dernières prévisions de l'OFCE (voir chapitre i) et du FMI, la récession serait écartée en 2023 en zone euro.

la hausse des loyers à 3,5 % par an en France) permet de lutter contre l'inflation interne, mais elle a surtout des conséquences distributives importantes en faisant porter les coûts de l'inflation sur certains groupes sociaux plutôt que sur d'autres (ici, les propriétaires plutôt que les locataires).

Tous ces exemples illustrent à quel point, au-delà de débats techniques entre économistes, ces questions autour de l'inflation et du pouvoir d'achat sont, *in fine*, fondamentalement politiques [Geerolf et Jacquet, 2022].

Repères bibliographiques

- BACHMANN R. *et al.* (2022), « What if ? The economic effects for Germany of a stop of energy imports from Russia », *EconPol Policy Reports*, n° 36, Ifo Institute/Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich.
- COIBION O., GORODNICHENKO Y., KNOTEK S. et SCHOENLE R. (2023), « Average inflation targeting and household expectations », *Journal of Political Economy : Macroeconomics*, à paraître.
- COIBION O., GORODNICHENKO Y. et KUMAR S. (2018), « How do firms form their expectations ? New survey evidence », *American Economic Review*, vol. 108, n° 9, p. 2671-2713.
- GEEROLF F. (2019), « La courbe de Phillips n'est pas celle que vous croyez », *La Lettre du CEPII*, n° 417.
- (2022), « The “Baqaee-Farhi approach” and a Russian gas embargo », *Revue de l'OFCE*, n° 179, p. 141-163.
- (2023), « La politique économique en Europe face à l'inflation », *Cahiers français*, n° 432, mars.
- GEEROLF F. et JACQUET P. (2022), « Inflation et pouvoir d'achat : it's the politics, stupid ! », *Relançons le débat économique*, juin.
- GEEROLF F., TIMBEAU X. et ALLÈGRE G. (2022), « Social impact of the war in Ukraine (SIWU) », OFCE/SIWU.
- IEA (2023), *Gas Market Report, Q1-2023*.
- LORENZONI G. et WERNING I. (2023), « Inflation is conflict », *Working Paper*, avril.
- NAKAMURA E. *et al.* (2018), « The elusive costs of inflation : price dispersion during the U.S. Great Inflation », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 133, n° 4, p. 1933-1980.
- ROWTHORN R. (1977), « Conflict, inflation and money », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 1, p. 215-239.
- RUDD J. (2022), « Why do we think that inflation expectations matter for inflation ? (And should we ?) », *Review of Keynesian Economics*, vol. 10, n° 1, p. 25-45.
- TARULLO D. (2017), « Monetary policy without a working theory of inflation », *Working Paper*, n° 33, Brookings, Hutching Center.