

La politique économique en Europe face à l'inflation

François Geerolf

Économiste à l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE),
professeur associé à Sciences Po et professeur assistant à l'université
de Californie à Los Angeles (UCLA)

La phase actuelle d'inflation élevée touche l'ensemble des pays européens. Mais tous ne sont pas dépendant de la même manière aux importations des produits dont les prix ont le plus augmenté. Aussi face au risque d'une récession, le remède contre cette inflation ne saurait privilégier la hausse des taux d'intérêt.

L'inflation est de retour en Europe, avec les hausses de prix les plus élevées depuis plusieurs décennies. En juin 2022, Christine Lagarde, la présidente de la Banque centrale européenne (BCE), confiait devant un public de banquiers centraux que la politique monétaire, dans le contexte inflationniste actuel, était plus proche d'un art que d'une science¹. On peut sans doute dire la même chose de la politique économique menée plus généralement pour lutter contre l'inflation en Europe. D'abord parce que les appareils statistiques présentent quelques insuffisances. Ensuite du fait des politiques économiques hétérodoxes actuelles qui remettent en question nombre d'idées reçues en science économique, sur les plans tant budgétaire que monétaire.

Un premier regard sur l'inflation européenne

En novembre 2022, le taux d'inflation annuel dans la zone euro était de 10 %², alors que l'inflation concernant l'énergie frôlait 35 % et celle de l'alimentation 14 %. Ainsi les contributions de l'énergie et de l'alimentation composaient-elles la moitié de l'inflation totale : l'inflation « sous-jacente », qui exclut les prix de l'énergie et de l'alimentation, atteignait 5 % sur un an. L'inflation actuelle en Europe ne correspond donc pas au schéma type des manuels d'économie, qui définissent l'inflation comme un phénomène généralisé de hausse des prix (et des salaires).

L'hétérogénéité de l'inflation en Europe a également été beaucoup commentée, faisant en particulier craindre une forme de divergence



Clients d'un magasin d'alimentation à Tallinn (Estonie) fin juillet 2022, époque à laquelle l'inflation dépassait nettement les 20 %

© MARTA GIACCONE/
THE NEW YORK
TIMES-REDUX-REA

entre les différents pays de la zone euro. En novembre 2022, l'inflation dépassait 20 % dans les pays Baltes (Lettonie, Estonie, Lituanie), tandis qu'elle était égale à 7 % environ en Espagne, en France ou au Luxembourg. Ces taux d'inflation différenciés résultent d'abord de mix énergétiques très hétérogènes selon les pays, un élément prévisible étant donné que la politique énergétique demeure de la compétence des États européens, conformément à l'article 194 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE³). Ces différences de mix énergétiques induisent une dépendance plus ou moins prononcée au gaz et au pétrole en particulier, dont les prix sont très variables, ce qui explique en grande partie l'hétérogénéité des taux d'inflation. On observe le même phénomène pour les biens alimentaires, à la fois parce que la dépendance aux matières premières varie

“
L'inflation actuelle en Europe ne correspond pas au schéma type des manuels d'économie

d'un pays à l'autre, et parce que les négociations entre industriels et grande distribution ne sont pas organisées de la même manière dans tous les pays. L'énergie et l'alimentation expliquent pour l'essentiel la divergence entre taux d'inflation en Europe. Hors énergie et alimentation, au regard de l'ensemble des pays européens et de leur poids économique, la disparité des taux d'inflation sous-jacente n'est pas à un niveau historiquement élevé⁴.

L'inflation en trompe-l'œil

Après avoir présenté ces quelques faits, il faut se hâter d'émettre quelques réserves à propos de leur interprétation. D'abord, l'appareil statistique présente des insuffisances qu'il faut garder en tête : les statistiques au sujet de l'inflation ne sont pas toujours harmonisées au niveau européen, et l'évolution du pouvoir d'achat des ménages dépend autant de l'inflation que de celle des revenus nominaux, alors que ne pas tenir compte des deux à la fois est un biais courant, pour ne pas dire arbitraire (voir Zoom, p xxx).

“

L'appareil statistique présente des insuffisances

Ensuite, il importe de se méfier des analyses partielles qui reposent sur les seules mesures d'inflation, à cause des mécanismes d'indexation des revenus que l'inflation déclenche automatiquement et qu'il faut prendre en compte. À titre d'exemple, une récente étude de l'Insee⁵ fournit une analyse permettant d'estimer les effets par déciles de l'inflation énergétique ainsi que les effets redistributifs du bouclier tarifaire mis en place en France. Aussi détaillée soit-elle en termes de mesure de l'inflation directe et indirecte, cette étude est partielle, car elle étudie l'inflation sans tenir compte de l'évolution des revenus. Elle montre en particulier que l'inflation est relativement plus élevée pour les ménages les plus modestes. Ce constat, généralisable au niveau européen, fait consensus, comme l'illustre un article du FMI⁶ ou une étude de l'OFCE à partir des enquêtes européennes sur le budget des ménages⁷. Par voie de conséquence, les

mesures de blocage des prix décidées par de nombreux gouvernements, tel le bouclier tarifaire qui limite la hausse du prix du gaz et de l'électricité, diminuent l'inflation subie par les ménages les plus modestes.

Les études qui dans leurs analyses occultent les revalorisations salariales via les mécanismes d'indexation ne rendent pas totalement compte de l'évolution du pouvoir d'achat. En effet, comme l'a montré une autre étude de l'Insee, en 2017⁸, deux ans après un choc d'inflation uniforme, les ménages les plus pauvres sont en réalité ceux à qui l'inflation fait perdre le moins de pouvoir d'achat par le jeu de l'indexation des prestations sociales et du salaire minimum.

Cela amène à nuancer les résultats de l'étude sur le bouclier tarifaire citée plus haut : en croisant les résultats de ces deux études, on en conclut que les plus modestes sont relativement mieux protégés de l'inflation importée en France, une fois prises en compte les indexations de leurs prestations sociales et du SMIC. L'effet redistributif du bouclier tarifaire est donc ambigu : l'inflation affecte relativement peu les plus modestes, et bien davantage les classes moyennes inférieures, après mécanismes d'indexation. De sorte que le bouclier tarifaire était surtout destiné à profiter à cette dernière catégorie.

Conférence de presse du Premier ministre italien Mario Draghi sur les crédits d'impôt pour l'achat de gaz et d'électricité, et sur la baisse des accises sur le carburant.
Rome, 2 mai 2022

© STRINGER/XINHUA-REA



Zoom

Les insuffisances de l'appareil statistique européen

L'inflation renaissante a amené à quelques découvertes inattendues : les statistiques européennes ne sont pas toujours harmonisées, même quand elles sont censées l'être. Dans l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) publié par Eurostat et utilisé par la BCE dans la conduite de la politique monétaire, l'indice des prix pour le gaz domestique n'est pas mesuré de la même manière dans tous les pays européens. Aux Pays-Bas, par exemple (mais aussi dans d'autres pays si l'on en croit l'institut statistique néerlandais), on calcule l'inflation à partir des changements de prix sur les nouveaux contrats de gaz, ce qui conduit à surestimer l'inflation par rapport aux pays où l'on pondère l'évolution des prix par la part des contrats qui sont effectivement renouvelés chaque mois. Cela signifie que l'inflation est surestimée dans les pays appliquant cette méthode et que les données européennes ne sont, hélas, pas comparables.

La crise actuelle a aussi permis de prendre conscience du fait que la mesure de

l'inflation répondait aussi à des conventions qu'il faut garder en tête : lorsqu'un dispositif de « remise carburant » est généralisé à l'ensemble de la population, les instituts de statistiques enregistrent une baisse des prix pour le consommateur mais ne comptabilisent pas cette remise comme une augmentation de son revenu nominal. En revanche, ce n'est pas le cas si une partie de la population est exclue d'un tel dispositif d'aide, même si l'aide est versée à une très grande partie de la population. Dans ce cas, c'est le revenu nominal qui augmente, alors que le niveau des prix est resté constant, le pouvoir d'achat du revenu disponible demeurant ainsi le même que dans la situation précédente. Or les statistiques sur ces dispositifs d'aide ne sont pas disponibles en temps réel au niveau européen, de sorte qu'il est difficile d'avoir une vision harmonisée de l'évolution du pouvoir d'achat à l'échelle de l'UE. Pour résumer, s'en tenir à la seule mesure de l'inflation ne suffit pas, car l'évolution du pouvoir d'achat des ménages dépend autant de l'inflation que de celle de leurs revenus nominaux.

François Geerolf

L'art de la politique budgétaire

Nonobstant ces problèmes de mesure et de diagnostic, que faire contre l'inflation ? La situation présente plonge la « science économique » dans l'embarras à plus d'un titre. D'abord parce que la politique budgétaire expansionniste est actuellement utilisée pour faire diminuer l'inflation, ce qui est un premier paradoxe : en Espagne, on subventionne l'achat de gaz pour les centrales électriques,

ce qui réduit le prix de l'électricité produite par tous les moyens de production (puisque la dernière centrale électrique sollicitée, en général au gaz, détermine le prix) et diminue l'inflation énergétique subie par les consommateurs comme par les entreprises. On baisse également la TVA sur les produits de première nécessité. En France, on bloque les tarifs régulés du gaz et de l'électricité, avec une compensation des distributeurs. Dans d'autres pays européens comme l'Italie, on baisse les impôts sur les produits énergétiques.



Jerome Powell, président de la Réserve fédérale des États-Unis (FED), pendant la conférence de presse du 21 septembre 2022

© SAUL LOEB/AFP

On remarque un autre paradoxe : que l'Europe est en phase de ralentissement économique, et que certains pays européens pourraient se trouver en récession en 2023, alors même que l'inflation resterait à un niveau élevé, une situation connue sous le vocable de « stagflation ». Dans ces conditions, faut-il penser que la demande est trop élevée, et chercher à ralentir l'économie au moyen de politiques budgétaires et monétaires moins expansionnistes ? D'un autre côté, une telle préconisation ne serait-elle pas contradictoire alors même que le chômage pourrait grimper cette année et que le pouvoir d'achat est d'ores et déjà en chute libre ? (La hausse des prix étant plus rapide que celle des salaires...)

La question qui revient de manière lancinante est celle de la courbe de Phillips, qui prétend établir un lien étroit entre excès de demande (ou chômage faible) et hausse de l'inflation. Cette loi implique que la seule manière de contenir l'inflation serait de faire s'accroître le chômage. On a pourtant des raisons de douter de la stabilité de cette loi de Phillips (voir Zoom, **p xxx**), d'autant plus que Bill Phil-

lips, son inventeur, ne semblait pas y croire vraiment lui-même, et la décrivait comme « un travail vite fait et mal fait, en seulement un week-end⁹ ». Des recherches récentes montrent d'ailleurs que la courbe de Phillips n'a jamais été observée qu'en changes fixes,

“

Compter sur une récession mondiale pour faire baisser l'inflation semble être un pari risqué

comme c'était le cas pour le Royaume-Uni entre 1861 et 1913 sous l'étalon-or, ou encore pour les États-Unis lors de la Grande Dépression des années 1930. La sortie des États-Unis du système de Bretton Woods, en 1971, coïncide d'ailleurs avec la disparition de la courbe de Phillips¹⁰. Dans ce contexte, compter sur

Zoom

La courbe de Phillips : faut-il nécessairement une hausse du chômage pour faire baisser l'inflation ?

La courbe de Phillips, mise en évidence en 1958 par l'économiste néo-zélandais Bill Phillips dans un article de recherche fondé sur la situation britannique entre 1861 et 1913, établit une relation entre inflation des salaires nominaux et chômage, devenue par la suite une relation entre inflation des prix et chômage. Pour les économistes néo-keynésiens, cette relation démontre qu'il existe un arbitrage entre chômage et inflation, et que la seule manière de faire vraiment baisser l'inflation est de déclencher une récession, laissant ainsi s'accroître le chômage. Une des manières de procéder est, par exemple, de mener une politique macroéconomique (budgétaire ou monétaire) plus restrictive. L'esprit de cette théorie est bien résumé par le président de la Réserve fédérale des États-Unis, Jerome Powell, lors d'une conférence de presse en septembre 2022 : « Nous avons besoin d'une augmentation du chômage, d'un ralentissement du marché du travail. »

En réalité, les fondements empiriques de la courbe de Phillips n'ont cessé d'être remis en question depuis la publication de cet article. La « stagflation » des années 1970-1980, qui avait vu la coexistence d'inflation et

de chômage, en est sans doute l'illustration la plus célèbre. En dehors de la stagflation des années 1970, la courbe de Phillips n'a cessé de décevoir : à la fin des années 1990, la baisse du chômage aux États-Unis, alors autour de 4 %, ne s'est pas accompagnée d'inflation, pas plus que celle constatée juste avant la pandémie de Covid-19, faisant tomber le chômage à 3,5 %. Dans le sens inverse, la grande crise financière de 2007-2009 ne s'est pas accompagnée de déflation comme ce fut le cas lors de la Grande Dépression des années 1930.

Certains économistes sont tentés de voir dans l'inflation actuelle une preuve de la renaissance de la courbe de Phillips, après des années d'hibernation, et tentent de la réhabiliter. Leur diagnostic est qu'une inflation trop élevée est la preuve que le niveau de demande est trop important, ce qui aboutit à des revendications salariales trop fortes. Pour eux, le seul moyen de diminuer l'inflation serait ainsi de passer par une récession ; et l'inflation actuelle serait bien la preuve que le chômage est trop faible. Étant donné les échecs passés de la courbe de Phillips, et le fait que les pressions salariales ne semblent pas être à la source de l'inflation actuelle (au contraire, les salaires nominaux augmentent pour compenser en partie la hausse des prix), il convient sans doute de rester prudent dans son maniement.

François Geerolf

une récession mondiale pour faire baisser l'inflation, étant donné les incertitudes que cela comporte, semble être un pari risqué.

Pour certains observateurs, le taux historique d'inflation sous-jacente en Europe, atteignant 5 % en novembre 2022, témoignerait d'une véritable « surchauffe » de l'économie. Il

serait bien la preuve que le déséquilibre offre-demande n'est pas spécifique aux secteurs énergétique et alimentaire. En réponse à ces observations, il ne faut pas perdre de vue le fait que l'inflation sous-jacente augmente mécaniquement via le jeu des consommations intermédiaires, sous le double effet de la hausse



Un exemple de consommation intermédiaire générant une inflation sous-jacente : la cuisson du pain dont le coût s'ajoute à celui des matières premières

DEPARTEMENT DES
YVELINES/FICKR/
CC BY-ND 2.0

des prix de l'énergie et de l'alimentation. En effet, l'énergie est utilisée directement dans la production de nombre d'autres produits de consommation courante : ainsi le prix des voyages en avion dépend-il directement du coût du kérosène, de même que l'hôtellerie et la restauration font face à des factures énergétiques et alimentaires importantes, qu'elles amortissent en partie via une hausse des prix de vente. La hausse des prix alimentaires elle-même résulte de la hausse des prix des matières premières (engrais, fabriqués à partir de gaz) et de l'énergie (impliquant une surenchère du coût du transport, de la réfrigération ou de la cuisson, du pain par exemple). Une autre cause de l'augmentation de l'inflation sous-jacente est l'existence de nombreux mécanismes automatiques d'indexation dans l'économie, par exemple sur les loyers (ou les péages autoroutiers). La hausse des prix de l'énergie amène donc mécaniquement à la

diffusion de l'inflation via les mécanismes d'indexation, sans que l'augmentation des prix de ces biens ne reflète nécessairement un excès de demande par rapport à l'offre. Enfin, l'augmentation de l'inflation sous-jacente peut également s'expliquer par l'indexation des salaires : en France, le SMIC est indexé sur l'inflation, ce qui peut contribuer à une augmentation du prix des services à domicile ou encore de la restauration et de l'hôtellerie – une tendance qui touche tous les secteurs employant beaucoup de personnel rémunéré au SMIC. Bien évidemment, ces mécanismes d'indexation diffèrent grandement d'un pays européen à l'autre, et il faut en avoir une connaissance minutieuse pour ne pas aboutir à des diagnostics erronés. Comme cela a été évoqué, concernant les aides au pouvoir d'achat et la mesure des indices de prix (voir Zoom, **p xxx**), la collecte systématique de données au niveau européen laisse à désirer.

Parallèlement à la politique budgétaire expansionniste cherchant à limiter l'inflation, d'autres mesures de politique économique prises par les décideurs européens face à ce phénomène ne figurent pas non plus dans les manuels d'économie standards. Les gouvernements européens semblent d'ailleurs avoir répondu à l'urgence en déployant tout un ensemble de mesures censées résoudre les problèmes qui avaient été identifiés antérieurement. Ainsi, le gouvernement français a concentré ses efforts sur la diminution de l'inflation, espérant éviter ainsi des revalorisations salariales et la résurgence de « boucles prix-salaires ». Le Gouvernement a encouragé les primes, via des dispositifs fiscaux, pour tenter de limiter l'augmentation des salaires et de regagner en compétitivité. Le « bouclier tarifaire » avait également pour but de jouer sur le pouvoir d'achat des ménages. Il a notamment permis d'éviter une flambée des prix de l'énergie qui avait été à la source de la crise des « gilets jaunes ». En contrepartie, le Gouvernement a perdu en marges de manœuvre budgétaires pour aider les entreprises. Le contexte historique (le souvenir des gilets jaunes) aussi bien que politique a donc beaucoup compté dans la définition des politiques budgétaires françaises en réponse à l'inflation. Le gouvernement allemand a, quant à lui, opté pour une politique de l'offre différente, bien plus importante et peut-être plus directe, qui ne passe pas par la politique salariale, mais par des aides bien plus généreuses visant à alléger les factures énergétiques des entreprises (notamment dans l'industrie). Par ailleurs, la coalition gouvernementale, incluant les Verts, a décidé de distribuer des tickets à 9 euros par mois permettant de voyager dans la quasi-totalité des transports publics locaux et régionaux partout dans le pays – une mesure qui a l'avantage d'allier soutien au pouvoir d'achat et incitation aux économies d'énergie. Là encore, le contexte politique a beaucoup joué.

L'art de la politique monétaire

Comme la politique budgétaire, la politique monétaire n'a d'effet que sur l'inflation endogène des pays. Elle ne peut lutter contre l'appauvrissement qui résulte de l'inflation importée (exogène), laquelle doit être prise en charge soit par les ménages, soit par les entreprises, soit par l'État.

“

La Banque centrale ne peut lutter que contre l'inflation endogène

Contrairement à une idée reçue parfois entretenue par les banquiers centraux eux-mêmes, la banque centrale ne peut en effet lutter que contre l'inflation endogène (qui aboutit à des redistributions de pouvoir d'achat entre agents domestiques), et non contre l'inflation importée (exogène). Or l'inflation endogène ne se traduit pas forcément par une perte de pouvoir d'achat pour tout le monde, contrairement à l'inflation importée. Pour la même raison, l'inflation endogène n'a d'ailleurs pas forcément les mêmes effets redistributifs que l'inflation importée : si l'inflation importée touche davantage les plus pauvres (hors mécanismes d'indexation), cela est moins évident pour l'inflation endogène, laquelle ne présente pas que des inconvénients. Davantage d'inflation endogène permet, par exemple, de diminuer le poids des dettes publiques et de favoriser plus généralement les débiteurs par rapport aux créanciers¹¹.

Dès lors, est-il légitime de tenter de lutter contre l'inflation endogène ? C'est en tout cas l'avis de la plupart des économistes d'aujourd'hui. On doit à Karl Otto Pöhl, ancien président de la Bundesbank, la Banque fédérale d'Allemagne, la métaphore

du « dentifrice » : « L'inflation, c'est comme la pâte dentifrice : une fois qu'elle est sortie du tube, il est impossible de l'y faire rentrer ; ainsi, il vaut mieux ne pas appuyer trop fort sur le tube. » Cette maxime inspire beaucoup les banquiers centraux, qui veulent empêcher que deux mécanismes par lesquels l'inflation s'auto-alimente ne se mettent en marche : d'une part, la « spirale prix-salaires », d'autre part, le « désancrage des anticipations d'inflation ». Mais il y a un problème : aucun de ces deux risques ne semble justifier que les banques centrales augmentent leurs taux actuellement. En effet, la plupart des pays européens ne sont pas encore confrontés à la « spirale prix-salaires », même si les autorités européennes (Commission et BCE en tête) ne cessent d'avertir de ce danger¹². De même, les anticipations d'inflation ne semblent pas non plus suivre une évolution inquiétante : ni les ménages ni les entreprises ne semblent anticiper une inflation bien plus élevée dans les années à venir. Dans un article récent, Jeremy B. Rudd, économiste à la Réserve fédérale américaine, se demande d'ailleurs fort justement si ces anticipations, qui semblent beaucoup inquiéter les banquiers centraux, ont déjà eu des effets concrets sur la permanence du processus inflationniste¹³.

Si les risques d'emballement de l'inflation sont limités, alors que la menace d'un ralentissement économique est réelle dans certains pays européens, comment expliquer alors que la BCE relève ses taux ? Ce qui semble motiver principalement les décisions de la BCE, c'est la volonté de maintenir le niveau de l'euro par rapport au dollar, afin de limiter l'inflation importée. Au cours de l'épisode inflationniste actuel, la lutte contre l'inflation menée par les différentes banques centrales conduit en effet à une hausse des taux et à une appréciation du taux de change qui contribue à exporter l'inflation. Par exemple, quand la Réserve fédérale américaine augmente ses taux directeurs, les investissements en dollars deviennent



plus attrayants, ce qui renchérit la valeur du dollar par rapport à l'euro. Ce renchérissement favorise une baisse du prix des produits européens importés vendus aux États-Unis, puisqu'ils sont produits en euros et vendus en dollars, tandis qu'au contraire cela conduit à une hausse des prix en Europe pour les biens américains importés (et pour les autres produits payés en dollars américains, comme le pétrole). Une augmentation des taux par la BCE conduirait symétriquement à une appréciation de l'euro par rapport au dollar, donc à exporter l'inflation aux États-Unis. Dans cette « guerre des monnaies à l'envers », les différents pays cherchent donc à obtenir une appréciation de leur taux de change au détriment de leurs partenaires commerciaux, afin d'exporter leur inflation chez ces derniers. Si la politique de la BCE peut se comprendre comme une volonté de maintenir le cours de l'euro par rapport au dollar face à la politique restrictive de la Réserve fédérale américaine, cela pousse à se demander si la « Fed » a raison d'augmenter ses taux rapidement, en sachant

Tickets mensuels allemands à 9 euros permettant de prendre chaque jour et de façon illimitée les transports en commun durant les mois estivaux de 2022

IGORCALZONE/
CC BY-SA 4.0

qu'elle pousse les autres banques centrales occidentales à faire de même. Quelques grandes voix de l'économie, comme celle du Prix Nobel Joseph Stiglitz, se font de plus en plus pressantes pour réclamer un débat sur la politique monétaire américaine, avant d'aller plus loin dans les hausses de taux¹⁴. Les circonstances actuelles, avec la guerre en Ukraine aux portes de l'Europe, ne nous invitent-elles pas à faire preuve de prudence et à plaider pour que les États-Unis prennent davantage en compte la situation difficile de l'Europe? ●

Notes

[1] ECB Forum on Central Banking, 29 juin 2022. Traduction française : «Au cours du déjeuner, nous nous sommes tous mis d'accord sur un point : ce que nous faisons collectivement n'est pas de la science. Il y a de l'art dans ce que nous faisons. Je ne sais pas si vous appelleriez ça de l'art, mais cela ne s'explique pas que par de la science. Et nous savons que les modèles ont démontré leurs limites.»

[2] Eurostat, «Estimation rapide – novembre 2022. Le taux d'inflation annuel de la zone euro en baisse à 10,0%».

[3] Selon l'article 194 (2), 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».

[4] Christophe Blot et al., «Heterogeneity of inflation in the euro area: more complicated than it seems», Parlement européen, Monetary Dialogue Papers, requested by the ECON Committee, novembre 2022.

[5] Alexandre Bourgeois et Raphaël Lafrogne-Joussier, «La flambée des prix de l'énergie : un effet sur l'inflation réduit de moitié par le "bouclier tarifaire"», Insee Analyses, n° 75, septembre 2022.

[6] Oya Celasun, Dora Iakova et Ian Parry, «How Europe Can Protect the Poor from Surging Energy Prices», IMF Blog, 3 août 2022.

[7] François Geerolf, Xavier Timbeau et Guillaume Allègre, «Social Impact of the War in Ukraine

(SIWU)», novembre 2022.

[8] Anne-Lise Biotteau et Maëlle Fontaine, «Deux ans après un choc d'inflation, une perte de pouvoir d'achat plus prononcée pour les ménages les plus aisés», Insee Analyses, n° 34, juin 2017.

[9] Allan G. Sleeman, «Retrospectives : The Phillips Curve : A Rushed Job ? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, n° 1, 2011., p. 223-237.

[10] Voir à ce sujet : François Geerolf, «Le keynésianisme doit-il faire l'économie de la courbe de Phillips?», CEPII, *L'Économie mondiale* 2022, La Découverte, 2021, p. 73-86; ou encore : François Geerolf, «La courbe de Phillips n'est pas celle que vous croyez», *La Lettre du CEPII*, n° 417, avril 2021.

[11] Au sujet des avantages d'une inflation endogène plus importante, voir : François Geerolf et Pierre Jacquet, «Inflation et pouvoir d'achat : *It's the politics, stupid!*», dans *Relançons le débat économique*, Le Cercle des économistes, juin 2022.

[12] Loin de ces recommandations, le *Financial Times* s'amusait d'ailleurs récemment de constater que même le personnel de la BCE envisageait de se mettre en grève pour contester les augmentations de salaires trop faibles (autour de 4%) qui lui avaient été accordées. Voir : Martin Arnold, «ECB staff in pay dispute to hold talks about potential strike», *Financial Times*, 7 décembre 2022.

[13] Jeremy B. Rudd, «Why do we think that inflation expectations matter for inflation? (And should we?)», *Review of Keynesian Economics*, vol. 10, n° 1, 2022, p. 25-45.

[14] Joseph E. Stiglitz, «All Pain and No Gain from Higher Interest Rates», Project Syndicate, 8 décembre 2022.