Faire face à l'inflation : un défi structurel

par [Jean-Luc Gaffard](#) et [Francesco Saraceno](#)

Introduction

En février 2022 le taux d'inflation annuel (mesuré par les données mensuelles de l'IPCH) a été aux États-Unis de 7,9%, en Grande-Bretagne de 5,4%, en zone euro de 5,8%, en Allemagne de 5,5%, en Espagne de 7,5%, en France de 4,1%, en Italie de 6,2%, aux Pays-Bas de 7,2%. Ces tensions, qui ont pu être jugées temporaires, pourraient d'autant plus facilement perdurer que, en conséquence de la guerre en Ukraine, de fortes et nouvelles hausses de prix interviennent sur les marchés de matières premières et de produits agricoles qui devraient largement se propager aux autres secteurs de l'économie.

Ce retour de l'inflation, après quelque quatre décennies de « Grande Modération », est susceptible de faire renaître le débat qui a opposé keynésiens et monétaristes, économistes de la demande et économistes de l'offre dans les années 1970. La question posée reste la même : celle des causes et coûts de l'inflation ainsi que des remèdes. Le sujet largement occulté reste le même : l'hétérogénéité des secteurs (des micromarchés) en termes de demande ou d'offre excédentaire. Le but de ce billet est de contribuer à éclairer les mécanismes à l'œuvre aujourd'hui en s'appuyant sur des éléments puisés dans la littérature économique de façon à établir les mesures appropriées pour y faire face.

Causes et coûts de l'inflation

L'inflation, qu'il s'agisse d'une inflation tirée par la demande ou d'une inflation poussée par les coûts, résulte de déséquilibres de marché (entre [la demande et l'offre des différents secteurs](#)) affectant tout ou partie de l'économie. Ces déséquilibres ont une dimension structurelle quand ils révèlent des changements des paramètres fondamentaux (technologies et préférences) rendant d'actualité une reconfiguration du tissu productif inhérente au progrès technique et à la croissance. Ils peuvent aussi être le fruit de chocs géopolitiques affectant notamment les marchés de matières premières. Sont en jeu les comportements en matière de prix, de quantités produites et d'investissement des entreprises concernées dans différents secteurs. Inversement, des changements structurels importants peuvent résulter d'une forte inflation qui modifie la répartition des revenus et des richesses au détriment des revenus contractualisés (salaires et retraites) avec pour conséquence [de pénaliser les achats de biens salariaux et de favoriser celle de biens de luxe\[1\]](#). Ils peuvent, en outre, résulter du raccourcissement de l'horizon temporel des entreprises qui ne sont plus incitées à investir à long terme et vont chercher à être flexibles à court terme au risque de contraindre davantage l'offre [et d'initier une inflation encore plus forte\[2\]](#).

S'interroger sur le caractère transitoire ou durable de l'inflation est une façon de détourner l'attention de cette réalité complexe. Tout se passe en effet, dans ce cas de figure, comme si le choix était entre une situation dans laquelle l'inflation n'était qu'un épisode rapidement clos du fait d'un retour à l'équilibre de long terme et une situation où tout contrôle serait perdu le plus vraisemblablement du fait de l'attitude des autorités budgétaires et monétaires persistant dans une relance globale de l'économie. Le débat est celui mis en scène par les monétaristes qui font de l'inflation un phénomène purement monétaire et incriminent comme seule cause de ce phénomène [l'impéritie des gouvernements\[3\]](#). Soit les gouvernements reviennent à la

raison, soit l'économie est sujette à une hyperinflation. Cette approche du problème ignore que l'inflation naît de déséquilibres sectoriels de marché qui sont dans la nature du fonctionnement d'économies soumises de manière récurrente à des changements structurels, qu'une analyse d'équilibre ne peut pas capturer de façon adéquate ; ignore par la même occasion qu'une inflation modérée est requise pour rendre plus aisées les variations de prix relatifs et garantir la viabilité des mutations en cours, ignore enfin ce que sont les véritables coûts sociaux d'une inflation, situation dans laquelle des distorsions sont introduites dans la structure des prix [au risque d'engendrer une mauvaise allocation des ressources](#)[4].

L'épisode de faible inflation revisité

La stabilité des prix observée au cours des quarante dernières années est souvent attribuée par la théorie monétaire dominante à l'action des banques centrales devenues indépendantes. Elle est surtout révélatrice de l'absence de déséquilibres marqués sur les marchés du travail et des biens qui explique que l'on ait pu parler de Grande Modération. Sur le marché du travail, [la modération salariale imposée](#) a été rendue possible grâce à l'importation de biens de consommation en provenance des pays émergents produits à bas coûts (ce qui en a en même temps limité l'impact sur le pouvoir d'achat et donc sur l'instabilité sociale). La vigilance des autorités monétaires qui ont agi sur des taux d'intérêt maintenus longtemps élevés s'est accompagnée d'innovations financières qui ont permis, sur les marchés de biens, notamment de biens liés aux nouvelles technologies, de répondre au besoin de financement des investissements et de mettre en œuvre les capacités de production requises en regard des nouvelles demandes.

Depuis le début des années 2000, après une première crise financière (l'éclatement de la bulle internet), des tendances déflationnistes ont vu le jour. [Un ralentissement des gains de](#)

productivité s'est produit en même temps qu'une insuffisance de demande, l'un et l'autre susceptibles d'annoncer une stagnation séculaire qui se reflèterait dans la baisse des taux d'intérêt devenus proches de zéro[5]. Cela s'est traduit par un excès d'épargne et un recul concomitant de l'investissement productif. Les liquidités disponibles ont été affectées à des achats d'actifs financiers et immobiliers par les détenteurs de capitaux et au rachat de leurs propres actions par les entreprises. Il s'en est suivi une inflation du prix des actifs financiers et immobiliers alors que les prix des biens de consommation demeuraient stables toujours grâce à la modération salariale et aux importations en provenance des pays à bas salaires.

La résurgence de l'inflation

L'inflation a récemment resurgi sous la forme des hausses de prix sur les marchés de matières premières et de certains biens intermédiaires tels que les composants électroniques. Elle résulte d'un rebond exceptionnel d'activité consécutif à l'arrêt imposé par les contraintes sanitaires et de la persistance de goulets d'étranglement le long des chaînes mondiales d'approvisionnement que la guerre en Ukraine est venue exacerber[6].

Si ces hausses devaient être temporaires, elles ne se transmettraient pas nécessairement aux prix des produits finis car le plus souvent ces produits sont vendus sur des marchés à prix fixes, signifiant que les prix reflètent les coûts observés en moyenne sur une période assez longue, les coûts normaux, et non les fluctuations au jour le jour que l'on attribue à des phénomènes temporaires[7].

Cependant, les prix de certains produits de consommation courante, qu'il s'agisse de produits alimentaires ou de l'énergie, peuvent être, très vite et durablement, affectés par l'envolée des prix sur les marchés de matières premières, auquel cas la répartition des revenus sera elle-même affectée

au détriment des ménages les plus pauvres. En outre, nombre d'entreprises dans différents secteurs, du fait de la hausse des prix des consommations intermédiaires, peuvent être confrontées à un manque de trésorerie susceptible d'affecter la poursuite de leur activité. Enfin, des reconfigurations de l'appareil productif impliquant investissements et relocalisations sont envisagées en réponse aux tensions inflationnistes dans le but pour les entreprises d'éviter de subir à l'avenir les effets de goulets d'étranglement. Cela semble être le cas pour les semi-conducteurs pour lesquels un plan européen [est d'ores et déjà acté](#).

L'impact de la transition écologique et de la révolution digitale

La résurgence de l'inflation intervient dans un environnement caractérisé par la transition écologique et la révolution digitale qui sont à l'origine d'un processus de destruction créatrice dont la conséquence est la formation de déséquilibres sur différents marchés. D'anciennes activités entrent en déclin et de nouvelles doivent se développer. D'un côté les entreprises font face à des chutes de demande qui les conduisent à licencier, de l'autre elles doivent augmenter leurs prix pour faire face aux hausses de coûts liées à l'ampleur des investissements à effectuer. Le secteur automobile confronté au passage du véhicule thermique au véhicule électrique est emblématique de cette évolution.

Une stagflation, mélange de hausse du chômage et de hausse des prix, n'est pas à écarter. Elle serait le fruit d'une dispersion accrue des demandes et offres excédentaires [alors que prix et salaires sont plus flexibles à la hausse qu'à la baisse](#)[8]. Elle persisterait si les ajustements de l'offre et de la demande dans les différents secteurs étaient bloqués ou ralentis faute d'investissements suffisants en capital physique et capital humain avec pour conséquence de peser négativement sur les gains de productivité et les taux de profit attendus.

Cette situation s'apparente à celle des années 1970 quand précisément la hausse des prix des matières premières a conduit à des restructurations industrielles visant à économiser les ressources et pour ce faire à redéfinir les modes de production. La réponse consistant à stimuler la consommation globale n'a fait, à cette époque, que renforcer les tendances inflationnistes sans résorber les poches de chômage alors qu'était en cause une défaillance de l'offre et donc de l'investissement dans les nouveaux domaines d'activité. Il a bien fallu alors retenir comme seul objectif l'éradication de l'inflation avec comme conséquence de contraindre les salaires réels mais aussi l'investissement, ce qui était, d'une certaine manière, accepter la défaite en renonçant à s'interroger sur les voies et moyens de la restructuration du tissu productif.

Le risque de dérive inflationniste

Aujourd'hui, les pressions sur les cours de toutes les matières premières vont persister voire s'amplifier car leurs marchés vont rester durablement déséquilibrés : dans le domaine des énergies fossiles où la demande reste élevée alors que les investissements sont en recul, dans celui des matières premières exigées par la transition énergétique, dans celui des productions agricoles soumises aux aléas climatiques. Sans compter les raretés induites par les embargos, voulus ou subis, liés aux événements géopolitiques. En outre, les coûts de construction des nouvelles capacités requises par la transition seront élevés et en partie répercutés sur les prix des produits. Enfin, des tensions salariales peuvent apparaître dans les pays où le taux de chômage est faible d'autant que l'offre de travail dans les métiers nouvellement demandés y est encore limitée, sans toutefois que l'on puisse s'attendre à une spirale inflationniste dans le contexte institutionnel actuel.

D'un autre côté, la persistance d'un excès d'épargne reflétant aussi bien le peu de confiance des plus riches dans l'avenir

prenant la forme d'achats d'actifs existants que la hausse de l'épargne de précaution des plus modestes maintient une pression déflationniste.

L'impasse monétaire

Si l'inflation devait persister et s'amplifier, il y a peu de doute que le débat vieux de cinquante ans resurgirait et que serait accusée une politique budgétaire et monétaire trop accommodante justifiant une hausse des taux d'intérêt. La situation des États-Unis pourrait donner lieu à pareil revirement[9]. L'erreur serait, pourtant, de s'en tenir à la dimension globale du phénomène et d'ignorer la nécessaire adaptation sectorielle de l'offre aux nouvelles conditions de croissance.

De fait, une politique monétaire fortement et rapidement restrictive aurait pour effet un effondrement des marchés financiers et un alourdissement du coût des dettes publiques en outre différencié suivant les pays créant une difficulté particulière au sein de la zone euro. Cela comprimerait la demande globale, nuirait à la croissance, sans résoudre aucun des déséquilibres sectoriels et des goulets d'étranglement qui caractérisent la mutation structurelle de l'économie. Les pressions inflationnistes seraient contenues mais au prix d'une pénalisation des investissements productifs, d'une hausse du taux de chômage et de retards pris dans les mutations structurelles.

L'impasse dans laquelle se trouve la politique monétaire vient de ce qu'elle ne peut avoir pour but de combattre une inflation qui peut s'avérer utile si elle reste modérée et favorise les ajustements structurels. Il revient alors aux Banques Centrales et notamment à la Banque Centrale Européenne de s'en tenir à préserver la stabilité financière [en prévenant des hausses de taux d'intérêt malencontreuses](#)[10]. La stabilisation de l'économie au sens large ne dépend pas de la contrainte monétaire globale. Ce qui importe c'est la façon

dont les contraintes de financement vont jouer sur l'allocation du capital.

Les moyens d'une transition réussie

Le scénario favorable est celui dans lequel seraient engagés les investissements en capital physique et en capital humain nécessaires pour que les ajustements structurels puissent prendre place et les déséquilibres sectoriels (excès d'offre et de demande) soient en voie de résorption. La tenue de ce scénario dépend du comportement des pouvoirs publics, des intermédiaires financiers et des entreprises.

Les pouvoirs publics doivent créer un environnement favorable à la mise en œuvre des mutations structurelles par le moyen de l'investissement public, de la réglementation, des subventions et de la taxation. L'objectif est de mobiliser les ressources publiques disponibles pour orienter les décisions d'investissement vers les nouvelles activités dont le développement est requis par la transition écologique et la révolution digitale. Ce choix ne dispense pas de devoir affronter des difficultés à court terme pouvant impliquer de recourir temporairement à des contrôles de prix et à des subventions aux ménages.

Le système financier doit être régulé et organisé de telle manière à ce que les détenteurs de capitaux s'engagent sur des volumes importants pour des durées longues permettant [de sécuriser les investissements innovants des entreprises\[11\]](#). En effet, si l'offre de financement ne suffit pas à créer une incitation à investir, le type d'investissement effectué dépend de la structure de cette offre de financement, autrement dit du degré de patience des détenteurs de capitaux. Ce qui, à n'en pas douter, pose le problème du [positionnement et du rôle des banques comme de la place des marchés financiers\[12\]](#).

Les entreprises doivent pouvoir faire des anticipations

fiables leur permettant de s'engager dans des investissements longs, ce à quoi doivent concourir l'action publique et le comportement des détenteurs de capitaux, mais pas seulement. Des formes d'entente entre entreprises aux activités aussi bien concurrentes que complémentaires sont nécessaires qui doivent faire l'objet de l'attention des autorités de la concurrence qui doivent en apprécier la pertinence au regard de l'objectif d'innovation. Il devrait en être de même pour les aides publiques.

Si un tel scénario pouvait prévaloir, [l'économie serait maintenue dans un corridor de stabilité](#). Une inflation modérée pourrait perdurer jusqu'à ce que les nouvelles capacités de production deviennent opérationnelles. L'excès de l'épargne sur l'investissement pourrait être résorbé. Une hausse progressive du taux d'intérêt serait en phase avec la hausse du taux de croissance elle-même associée à une hausse des profits tirés des investissements à long terme.

L'Union Européenne est confrontée à une difficulté spécifique dans la mesure où les effets structurels des tensions inflationnistes varient d'un pays à l'autre alors que l'exigence de convergence est plus forte que jamais. Non seulement la Banque Centrale Européenne doit prévenir les différences de taux d'intérêt entre les pays membres de la zone euro, mais un plan budgétaire commun visant à soutenir l'investissement doit pouvoir être mis en place de même qu'il faut envisager des avancées dans les domaines bancaire et financier.

Conclusion

Mieux gérer la poussée inflationniste requiert d'échapper aux dichotomies entre inflation par la demande et inflation par l'offre, entre inflation temporaire et inflation durable dont le défaut est de faire fi des transformations structurelles et des déséquilibres sectoriels dans la genèse et le développement des tensions inflationnistes. Prendre ainsi le

contrepied d'une analyse trop exclusivement macroéconomique conduit à se garder de politiques globales restrictives, notamment monétaires, et à accepter la complexité d'un phénomène auquel il importe de répondre en mobilisant plusieurs instruments tant au niveau macro que microéconomique : *one size does not fit all*. L'objectif est de résorber les déséquilibres sectoriels et de maintenir l'économie dans un corridor de stabilité en donnant aux entreprises les moyens de s'adapter aux nouvelles données. Gouvernance des entreprises, organisation et réglementation du système financier, politique industrielle et politique de la concurrence, gestion budgétaire entrent en jeu [en vue de soutenir les investissements à long terme porteurs de mutations technologiques](#)[13]. À défaut d'une transition réussie, qui réduirait la dispersion des déséquilibres de marché et maintiendrait l'inflation à un niveau modéré, le risque est réel de voir l'économie osciller entre une envolée du taux d'inflation et une forte récession induite par des politiques restrictives, et l'Union Européenne osciller entre divergence et convergence de performances nationales indexées sur les capacités d'adaptation aux changements structurels.

[1] Sur ce point voir N. Georgescu-Roegen, 1976, « Structural Inflation Lock and Balanced Growth » in *Energy and Economic Myths*, New York, Pergamon Press.

[2] Sur ce point voir D. Heymann et A. Leijonhufvud, 1995), *High Inflation*, Oxford, Oxford University Press

[3] M. Friedman, 1968, « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, n° 58, pp. 1-17.

[4] Voir sur ce point A. Leijonhufvud, 1981, « Costs and Consequences of Inflation » in *Information and Coordination*, Oxford, Oxford University Press, p. 256-261.

[5] Voir sur ce point R. J. Gordon, 2015, « Secular

Stagnation : A Supply-Side View », *American Economic Review*, vol. 105, n° 5, pp. 54-59. L. H. Summers, 2015, « Demand Side Secular Stagnation », *American Economic Review*, vol. 105, n° 5, pp. 60-65.

[6] La situation de 2021 est documentée dans « Supply Bottlenecks: Where, Why, How Much, and What Next ? » IMF *Working Paper*, European Department, WP/22/31.

[7] De fait il existe deux types de marchés, les marchés à prix fixes sur lesquels les stocks effectifs sont inférieurs ou supérieurs aux stocks désirés et garantissent la relative viscosité des prix et les marchés de matières premières industrielles ou agricoles à prix flexibles sur lesquels les stocks effectifs incluant les stocks des négociants sont égaux aux stocks désirés ce qui explique la forte volatilité. Voir sur ce point J. R. Hicks, 1974, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Blackwell.

[8] Cette analyse a été développée dans les années 1970 par J. Tobin (1972), *Inflation and Unemployment*, *American Economic Review*, n° 62, pp. 1-18) et J.-P. Fitoussi (1973), *Inflation, équilibre et chômage*, Paris, Cujas.

[9] La poussée d'inflation aux États-Unis a entraîné la Réserve fédérale à augmenter en mars, pour la première fois depuis 2018, son taux directeur et à annoncer d'autres augmentations dans un futur proche sans craindre un ralentissement excessif de l'économie, ni une correction forte sur les marchés financiers.

[10] Voir sur ce point X. Ragot *et alii*, « Guerre en Ukraine : quels effets à court terme sur l'économie française ? », *OFCE Le Blog*, 2022.

[11] La notion d'engagement se substitue ici à celle de contrôle des managers exécutifs conformément à l'analyse développée par C. Mayer, 2013, *Firm Commitment, Why the Corporation Is Failing Us and How to Restore Trust in It*,

Oxford, Oxford University Press.

[\[12\]](#) Voir sur ce point J.-L. Gaffard et J.-P. Pollin, 1988, « Réflexions sur l'instabilité des économies monétaires », *Revue d'Économie Politique*, vol. 98, n° 5, pp. 599-614.

[\[13\]](#) Cet ensemble de questions est traité dans J.-L. Gaffard, M. Amendola et F. Saraceno, 2020, *Le temps retrouvé de l'économie*, Paris, Odile Jacob.