

# Chapitre 7

## Inflation et déflation

### 1. Définitions et mesure

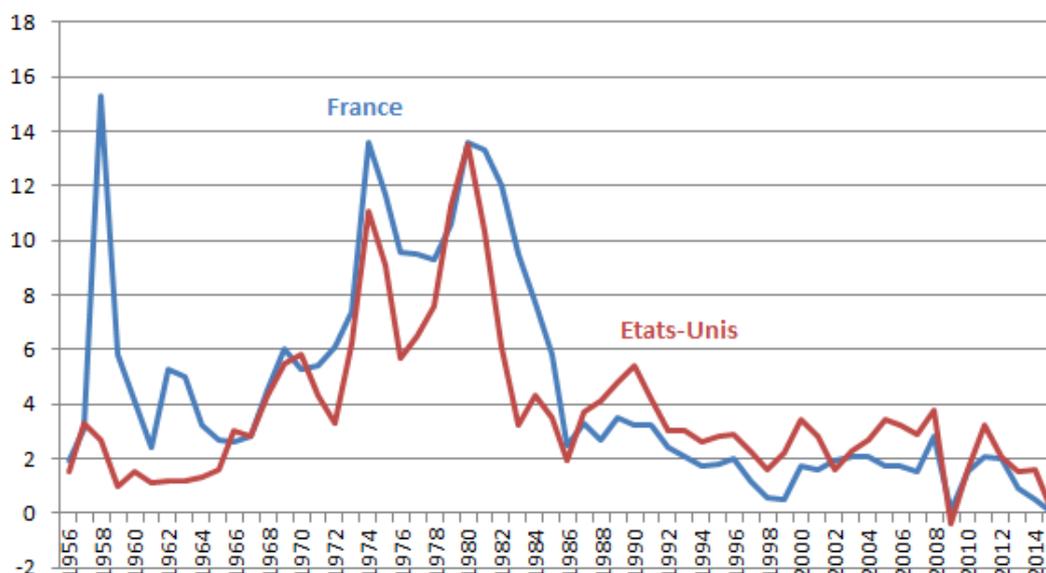
L'**inflation** désigne la hausse du niveau général des prix. La monnaie perd alors de son pouvoir d'achat, car il faut une plus grande quantité de monnaie que par le passé pour acquérir une quantité donnée de biens et services ou, pour le dire autrement, une même quantité de monnaie ne permet d'acheter autant de biens et services.

Le taux d'accroissement du niveau des prix sur une année est appelé **taux d'inflation**. Par exemple, il a été de 1,3 % en 2013, ce qui signifie que les prix des biens et services ont augmenté de 1,3 % au cours de cette année : au 31 décembre 2013, il fallait dépenser 101,3 euros pour acheter un panier de biens qui valait 100 euros le 31 décembre 2012. Le taux d'inflation est toutefois une moyenne : au cours d'une quelconque période, les prix de certains biens et services diminuent, tandis que d'autres augmentent. Comme les ménages n'achètent pas les mêmes paniers de biens, ils ne font donc pas face à la même inflation.

La **déflation** désigne quant à elle la baisse du niveau général des prix au cours d'une année donnée : le taux d'inflation est négatif. Il ne faut pas la confondre avec la **désinflation**, qui désigne une baisse du taux d'inflation : les prix continuent d'augmenter en moyenne, mais de moins en moins vite.

Il existe plusieurs manières de déterminer le taux d'inflation. La plus courante consiste à utiliser les indices de prix. L'INSEE utilise en l'occurrence l'**indice des prix à la consommation (IPC)**. Ce dernier indique le prix d'un panier de biens et services au cours d'une année donnée. Il se calcule en référence à une année de référence (appelée « année de base »), année au cours de laquelle il est égal à 100.

**GRAPHIQUE 7.1 Taux d'inflation en France et aux Etats-Unis (en %)**



A la fin du dix-neuvième siècle et au début du vingtième, les pays développés connaissaient régulièrement des périodes de déflation. A partir de la Seconde Guerre mondiale, ils sont au contraire confrontés à l'inflation. L'inflation s'est accélérée durant les années soixante dans

l'ensemble des pays développés, dans un contexte de forte croissance. Durant les années soixante-dix, elle atteint très souvent les deux chiffres dans plusieurs pays avancés. Elle atteint des pics suite aux chocs pétroliers de 1974 et de 1979. Au cours de cette décennie, les pays ont également connu une stagnation de leur activité, si bien que l'on a pu parler de « stagflation » pour qualifier la situation qu'ils traversaient alors. A partir de 1980, les pays développés connaissent une forte désinflation, dans le sillage du puissant resserrement de la politique monétaire, puis de la modération salariale et de la chute des prix du pétrole. Dès 1983, les taux d'inflation reviennent à un chiffre. Durant les années 1990, les taux d'inflation des pays développés tendent à se rapprocher de 2 %. Le Japon constitue alors une exception : fragilisé par l'éclatement de ses bulles spéculatives au début de la décennie, il alterne entre inflation nulle et déflation à partir du milieu des années 1990. Durant les années 2000, les taux d'inflation des autres pays développés s'ancrent davantage à 2 %. En 2007, à la veille de la crise financière mondiale, l'inflation s'accélère légèrement avec l'envolée des prix du pétrole. En 2009, lors de la Grande Récession, plusieurs pays avancés se retrouvent brièvement en déflation. Dès 2010, les taux d'inflation reviennent autour de 2 %, mais ils poursuivent ensuite leur baisse tendancielle, dans un contexte de reprise fragile, puis de forte baisse des prix du pétrole.

## **2. Quelles sont les causes de l'inflation ?**

Différentes approches (partielles) peuvent être adoptées pour analyser le processus inflationniste [Bezbakh, 2011].

### **2.1. L'explication monétariste**

La théorie quantitative de la monnaie présente l'inflation comme un phénomène éminemment monétaire. D'après elle, si la vitesse de circulation de la monnaie reste constante, un accroissement de la masse monétaire plus rapide que celui de la production entraînera une hausse du niveau des prix. La variation des prix serait ainsi à court terme proportionnelle à celle de la masse monétaire. Cette approche de l'inflation par la monnaie repose sur une vision dichotomique de l'économie : la monnaie ne serait qu'un « voile », n'ayant aucune influence sur les phénomènes réels.

Les monétaristes ont réactualisé l'approche en plaçant à la source de l'inflation le laxisme des autorités monétaires. L'Etat serait incité à laisser filer l'inflation, non seulement pour soutenir l'activité, mais aussi pour augmenter ses recettes et alléger le poids de sa dette. Mais si l'accroissement de la masse monétaire peut effectivement stimuler l'activité économique à court terme, elle n'exercerait toutefois à long terme aucun effet sur le produit réel, mais puisqu'elle se traduirait seulement par un relèvement du niveau des prix.

### **2.2. L'inflation par la demande**

Dans une optique keynésienne, l'inflation peut résulter d'un excès de demande globale. Ce dernier peut trouver son origine dans une hausse trop rapide des revenus, une baisse de la propension à épargner ou un excès de dépenses publiques. Comme les entreprises n'ont pas de difficultés à vendre, alors elles n'hésitent pas à relever leurs prix pour accroître leur profit. Cela sera surtout le cas lorsque les entreprises ont peu de stocks et qu'elles utilisent pleinement leurs capacités de production. Dans une telle situation, l'ajustement entre l'offre et la demande globales s'effectuera en effet, non pas par les volumes, mais par les prix : à court terme, les entreprises ne peuvent accroître rapidement leurs capacités de production et donc leur offre, si bien qu'elles ne peuvent réagir à une forte demande qu'en relevant leurs prix de vente. Dans la mesure où la monnaie est créée au gré des prêts consentis par les banques, il n'est pas

étonnant d'observer une accélération de l'inflation après un accroissement de la masse monétaire : s'ils empruntent davantage, les entreprises et les ménages accroîtront naturellement leurs dépenses.

L'inflation par la demande peut devenir cumulative pour de multiples raisons. Tout d'abord, les entreprises sont incitées à constituer des stocks si elles anticipent une poursuite de l'inflation, car elles pourront vendre plus tard à un prix plus élevé, mais elles réduisent par là même une offre courante déjà insuffisante. Parallèlement, les agents peuvent davantage dépenser dans l'immédiat et avancent notamment leurs achats de biens durables pour éviter de subir les hausses futures de prix, mais cela accroît une demande courante déjà excessive. Enfin, pour répondre à la demande, les entreprises vont faire l'acquisition de nouveaux équipements, ce qui permettra de réduire l'offre future. Mais, dans l'immédiat, non seulement cet investissement constitue une dépense, mais il accroît aussi les revenus ; ces derniers seront dépensés, donc alimenteront la demande, sans que l'offre ait augmenté.

### **2.3. L'inflation par les coûts**

Dans une optique néoclassique, l'inflation peut aussi résulter de « chocs d'offre négatifs », c'est-à-dire de chocs qui accroissent les coûts de production des entreprises et qui dégradent par là leur rentabilité ; les entreprises sont alors incitées à relever leurs prix pour restaurer leur profit. Ce sera par exemple le cas si les salaires augmentent plus vite que la productivité, si l'Etat alourdit la fiscalité ou si l'inflation importée s'emballe. L'accélération de l'inflation importée peut résulter de la hausse des prix de certains biens étrangers (matières premières, produits alimentaires, etc.) pour lesquels l'économie présente une demande peu élastique, notamment parce qu'elle en est dépourvue. Elle peut aussi résulter d'une dépréciation du taux de change ; c'est le prix de tous les produits importés qui aura alors tendance à augmenter dans l'économie.

Une fois amorcée, l'inflation par les coûts risque de s'auto-entretenir. En effet, chaque entreprise relève ses prix de vente pour tenter de maintenir ses profits, mais elle renchérit par là même les coûts de production des entreprises qui s'approvisionnent auprès d'elle en biens intermédiaires. Plus perversément, il suffit que les entreprises anticipent une hausse future de leurs coûts de production pour qu'elles relèvent dès à présent leurs prix de vente. En raison de la nature autoréalisatrice des anticipations d'inflation, l'inflation peut donc facilement dérapier, et ce d'autant plus qu'elle incite les ménages à exiger des revalorisations salariales pour maintenir leur pouvoir d'achat : les salaires faisant partie des coûts de production des entreprises, la hausse des premiers accroît mécaniquement les seconds. Cet effet pervers n'est toutefois vraiment susceptible d'apparaître que lorsque l'économie est proche du plein emploi : si elle se caractérise par un chômage élevé, celui-ci réduit le pouvoir de négociations des salariés et contient par là leurs revendications salariales. Enfin, notons un dernier effet pervers : si l'inflation s'accélère, le taux de change risque de se déprécier, ce qui alimentera en retour l'inflation importée.

## **3. Quelles sont les répercussions de l'inflation et de la déflation ?**

### **3.1. Les répercussions de l'inflation**

La littérature a identifié plusieurs coûts associés à l'inflation. L'un d'entre eux est le **coût en chaussures**. Plus l'inflation (non anticipée) est forte, plus les agents devront se rendre fréquemment à leur banque pour retirer du liquide, plus ils gaspilleront de leurs ressources et

notamment de leur temps pour assurer ces déplacements et conversions. Les coûts qui sont alors occasionnés sont appelés « **coûts en chaussures** » (des trajets plus fréquents à la banque usent plus rapidement les chaussures et amènent à les changer plus souvent). Ce sera en particulier le cas si l'inflation amène les banques à fixer des taux d'intérêt élevés et à fortement rémunérer les dépôts de leurs clients : comme la monnaie sous forme liquide perd plus rapidement de son pouvoir d'achat, les agents sont incités à laisser un maximum de leur monnaie sur leurs comptes bancaires.

L'inflation entraîne également ce que la littérature appelle les **coûts de catalogue** (ou **coûts de menu**) pour désigner les divers coûts que subissent les entreprises lorsqu'elles modifient leurs prix de vente. Par exemple, les restaurants devront réimprimer plus souvent leurs menus ; les employés des supermarchés devront aller plus souvent dans les rayons changer les étiquettes, etc. Or, plus les entreprises devront fréquemment changer leurs prix, plus les coûts de catalogue seront élevés.

Lorsqu'un pays connaît un taux d'inflation supérieur à celui de ses partenaires à l'échange, les produits domestiques perdent en compétitivité-prix face aux produits étrangers. Les résidents, tout comme les étrangers, vont se détourner des produits domestiques pour acheter davantage de produits étrangers. Les exportations diminuent et les importations augmentent, si bien que le solde extérieur se détériore. Les entreprises domestiques voient leurs parts de marché et leur profit se dégrader, ce qui les incite à licencier du personnel. Dans un système de change flexible, la monnaie tend à se déprécier. Dans un système de taux de change fixe, la banque centrale sera poussée à dévaluer sa monnaie.

En fait, il se pourrait que l'inflation soit d'autant plus coûteuse qu'elle n'est pas anticipée. En effet, l'inflation non anticipée entraîne un **problème d'« extraction du signal »**. Les agents ne peuvent pas forcément observer le niveau général des prix, tout du moins pas immédiatement, si bien que lorsque le prix d'un bien augmente, ils ne savent pas si cela correspond ou non à une hausse de son prix relatif.

L'inflation non anticipée provoque aussi une redistribution des revenus et des richesses. C'est en particulier le cas entre prêteurs et emprunteurs. En effet, les contrats sont souvent rédigés en termes nominaux et les agents tiennent compte de l'inflation pour fixer les prix, notamment le taux d'intérêt dans le cas des contrats de dette. En l'occurrence, les prêteurs n'accepteront de prêter à un taux d'intérêt donné que s'ils estiment que ce dernier compense l'inflation future. Une fois le prêt accordé, si l'inflation courante est inférieure à l'inflation anticipée, le prêteur y gagne ; si l'inflation courante est supérieure à l'inflation anticipée, l'emprunteur y gagne. Comme le sens de l'erreur n'est pas prévisible, une forte volatilité de l'inflation désincitera les prêteurs à prêter (sauf à un taux d'intérêt élevé) et les emprunteurs à emprunter. Elle risque alors de nuire à l'investissement et plus largement à l'activité économique.

Les coûts de l'inflation sont particulièrement visibles lorsque l'économie subit une hyperinflation, comme ce fut le cas de l'Allemagne durant les années 1920 ou du Zimbabwe plus récemment. Toutefois, les analyses empiriques parviennent difficilement à saisir l'impact macroéconomique d'une inflation, même si celle-ci atteint deux chiffres. Les études ne s'accordent pas sur la valeur du seuil à partir duquel l'inflation nuit à la croissance, mais elles concluent généralement pour considérer qu'elle n'est pas nuisible tant qu'elle n'atteint pas deux chiffres. Par exemple, **Robert Barro** (1996) estimait que la relation entre l'inflation et la croissance n'était pas statistiquement significative lorsque l'inflation est inférieure à 20 %, mais qu'une relation négative entre ces deux variables apparaît toutefois lorsque ce seuil est franchi.

L'inflation peut en effet stimuler l'activité via plusieurs canaux. Par exemple, une inflation modérée facilite l'ajustement du marché du travail. En effet, les salaires ont tendance à être

rigides à la baisse : les travailleurs sont opposés à une baisse de leurs salaires et la renégociation des contrats de travail peut être coûteuse pour les entreprises. Une inflation modérée permet alors d'accroître la rentabilité des entreprises en réduisant les salaires réels. Si l'économie subit un chômage classique, les entreprises sont incitées à embaucher, ce qui réduit le chômage.

En outre, plus l'inflation est forte, plus les taux d'intérêt réels sont faibles, ce qui stimule la demande. Si l'inflation est due à un excès de demande globale, elle risque de s'accroître davantage sans pour autant stimuler l'activité économique. Par contre, si l'économie est en récession, la baisse des taux d'intérêt réels lui permet de renouer plus facilement avec la croissance. En outre, plus le taux d'inflation est élevé, moins l'économie est susceptible de basculer dans une déflation et dans une trappe à liquidité, car les autorités monétaires ont alors une plus grande marge de manœuvre pour réduire leurs taux directeurs. Si les taux d'intérêt nominaux sont déjà à leur borne inférieure, toute accélération de l'inflation permet de réduire davantage les taux d'intérêt réels et de sortir l'économie de la trappe à liquidité.

### 3.2. Les conséquences de la déflation

Plusieurs auteurs ont distingué entre les « bonnes » et les « mauvaises déflations ». En l'occurrence, la déflation peut résulter d'un accroissement de l'offre globale, par exemple sous l'effet du progrès technique, de l'intensification de la concurrence ou de l'abondance d'intrants moins chers (notamment du pétrole). Dans ce cas, non seulement la déflation peut signaler une hausse des revenus et de la production, mais elle peut également les stimuler.

Inversement, la déflation peut être le symptôme d'une insuffisance de la demande globale : les entreprises baissent leurs prix, car elles ont du mal à écouler leurs stocks. Dans ce cas, non seulement la déflation résulte d'une baisse simultanée de la production, des revenus et des dépenses, mais elle peut également les dégrader davantage. En l'occurrence, la déflation contribuerait à expliquer pourquoi la Grande Dépression des années 1930 a été si sévère ou pourquoi l'économie japonaise n'a jamais vraiment renoué avec la croissance depuis l'éclatement de ses bulles spéculatives au début des années 1990.

La déflation peut nuire à l'activité en entraînant un **report de la consommation durable**. Si les agents anticipent une baisse des prix, ils auront tendance à retarder leurs achats de biens durables. Ce faisant, ils dépriment la demande globale et incitent les entreprises à réduire leurs prix pour accroître leurs débouchés (mais également à licencier, à réduire leurs propres dépenses, *etc.*), ce qui entretient la déflation. Si l'économie était initialement en récession, cette dernière s'aggrave et risque de se muer en dépression. La poursuite de la déflation ne fera que confirmer les anticipations initiales des agents et à les amener à anticiper une nouvelle baisse des prix. **Brad DeLong et Larry Summers (1986)** concluent alors que, si la baisse du niveau des prix stimule l'activité, l'anticipation de la baisse des prix tend par contre à la déprimer.

Certains doutent de cet argument, du moins formulé aussi simplement. Certes, pour un niveau donné des taux d'intérêt nominaux, si l'inflation devient négative, les taux d'intérêt réels vont s'accroître et les consommateurs vont retarder leurs dépenses, préférant épargner davantage aujourd'hui et consommer plus demain. Les banques centrales vont toutefois intervenir en réduisant les taux d'intérêt nominaux pour maintenir l'inflation positive. Par contre, plus l'inflation est faible et plus il est probable que les taux d'intérêt nominaux butent sur leur borne inférieure : si la banque centrale ramène son taux directeur à zéro, elle peut difficilement le réduire davantage, auquel cas les taux d'intérêt réels risquent d'augmenter. Ainsi, pour certains, il ne peut y avoir report de la consommation de biens durable que lorsque l'économie est confrontée à une trappe à liquidité.

La déflation peut également aggraver une récession en compliquant le désendettement tant des agents privés que de l'Etat si elle provoque une **déflation par la dette**. Lorsqu'il développe ce concept pour expliquer la Grande Dépression, **Irving Fisher** (1933) considère que la dépression naît de l'interaction perverse entre l'endettement et la déflation. En effet, quand les prix baissent pendant une récession, les entreprises (endettées) voient leurs recettes s'effriter davantage, alors même que le montant des intérêts qu'elles doivent verser reste inchangé. Comme le fardeau réel de sa dette augmente, chaque entreprise est incitée à réduire de nouveau ses prix pour écouler ses stocks et gagner en liquidité. Malheureusement, si toutes les entreprises se comportent ainsi, cela ne fera qu'entretenir la déflation et compliquera encore leur désendettement. Autrement dit, « *plus les débiteurs remboursent, plus ils doivent* ». La déflation accroît ainsi le risque de défaut de remboursement, mais elle augmente aussi par là le risque que les banques fassent elles-mêmes faillite. De tels cercles vicieux ont des conséquences immédiates sur l'activité réelle. D'une part, les emprunteurs vont chercher à réduire leurs dépenses pour rembourser leurs prêts. D'autre part, les banques sont incitées ou contraintes à réduire leurs prêts, ce qui aggrave la situation financière des emprunteurs (potentiels). Dans les deux cas, la demande globale s'en trouvera davantage comprimée.

Enfin, avec la baisse du niveau général des prix s'opère un transfert de richesse des emprunteurs vers les créanciers. Ces derniers profitent de leurs gains de pouvoir d'achat pour dépenser davantage (**effet Pigou**), mais l'alourdissement du fardeau de la dette pousse par contre les emprunteurs à réduire leurs dépenses (**effet Fisher**). Or, comme le note **James Tobin** (1980) si les emprunteurs empruntent, c'est précisément parce qu'ils ont une forte propension à dépenser. En l'occurrence, ils ont une plus forte propension à dépenser que les créanciers. Dans une économie soumise à la déflation, les débiteurs réduisent davantage leurs dépenses que les créanciers augmentent les leurs. Par conséquent, la demande globale diminue, ce qui entraîne une nouvelle chute des prix.

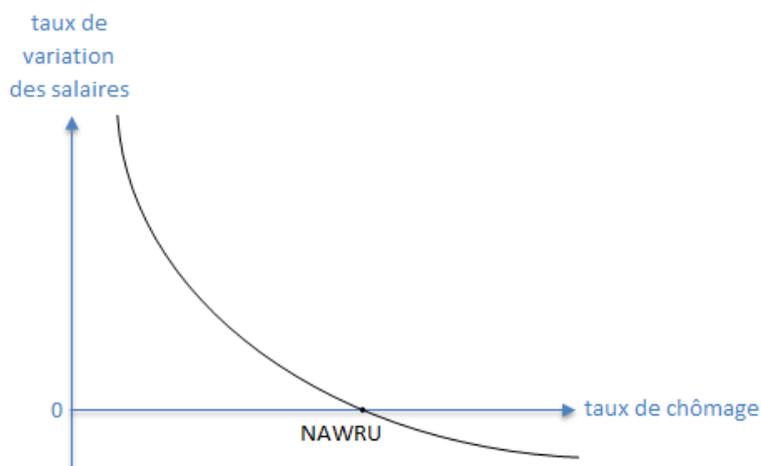
## 4. Les avatars de la courbe de Phillips

La courbe de Phillips, qui relie inflation et chômage, est l'une des relations les plus connues et les plus débattues en macroéconomie. Elle marqua la consécration du keynésianisme, puis entraîna sa chute.

### 4.1. De la relation de Phillips à la courbe de Phillips

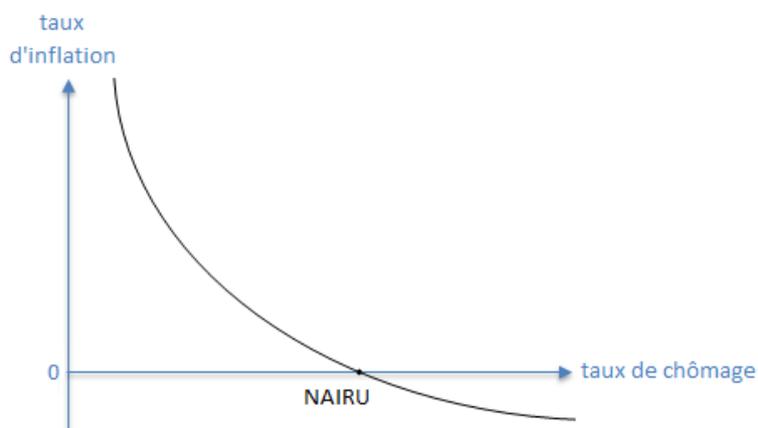
A partir de données empiriques relatives à l'économie britannique sur la période s'écoulant entre 1861 et 1957, Alban W. Phillips met en évidence en 1958 une relation inverse entre le taux de variation des salaires nominaux et le taux de chômage, du moins sur longue période. Plus le taux de chômage augmente, moins les salaires s'accroissent rapidement. Cette relation s'explique facilement : plus l'économie se rapproche du plein emploi, plus les employeurs se font concurrence pour drainer la main-d'œuvre qui leur est nécessaire, si bien qu'ils doivent proposer des salaires toujours plus élevés pour attirer des candidats à l'embauche et pour retenir leurs propres salariés. Inversement, plus le chômage augmente, plus les travailleurs se font concurrence entre eux pour obtenir un emploi, moins ils sont en position de force pour réclamer des hausses salariales. Pour des taux de chômage élevés, les salaires sont même susceptibles de diminuer. L'analyse empirique suggère toutefois qu'ils sont rigides à la baisse : les travailleurs sont réticents à voir leurs rémunérations diminuer. La relation de Phillips suggère qu'il existe un taux de chômage compatible avec la stabilité des salaires ; celui-ci sera plus tard qualifié de *non-accelerating wage rate of unemployment* (**NAWRU**).

## GRAPHIQUE Relation de Phillips



En faisant l'hypothèse que la variation des salaires reflète assez fidèlement la variation des prix (aux gains de productivité près), Paul Samuelson et Robert Solow suggèrent en 1960 qu'il existe une relation inverse entre le taux de chômage et le taux d'inflation : plus le taux de chômage augmente, moins les prix augmentent rapidement. C'est précisément cette relation qui est qualifiée de « **courbe de Phillips** ». Elle s'interprète assez facilement. Lorsque l'économie est au plein emploi, les salaires augmentent rapidement, si bien que les entreprises sont susceptibles de relever fortement leurs prix pour maintenir leur profit. L'inflation risque alors de dérapier, car les travailleurs sont susceptibles de réclamer en retour une revalorisation de leurs salaires pour maintenir leur pouvoir d'achat. Inversement, un chômage élevé réfrène les revendications salariales, si bien que les entreprises sont moins incitées à relever leurs prix. Pour des taux de chômage élevés, l'économie est même susceptible de basculer dans la déflation. Il existe toutefois un taux de chômage qui est compatible avec la stabilité des prix : celui-ci est qualifié de *non-accelerating inflation rate of unemployment* (**NAIRU**). Lorsque Samuelson et Solow publièrent leur étude, ils estimèrent que ce taux de chômage était alors proche de 5 % pour les Etats-Unis.

## GRAPHIQUE Courbe de Phillips



Au niveau théorique, la courbe de Phillips offrit « l'équation manquante » au keynésianisme en lui permettant enfin d'intégrer les prix à son cadre conceptuel. Elle rendit également l'analyse keynésienne dynamique et non plus statique, car ce n'est pas le niveau des prix, mais sa variation qui est prise en compte. En termes de politique économique, la courbe de Phillips suggère qu'il existe un arbitrage entre inflation et chômage : si les autorités publiques désirent rapprocher l'économie du plein emploi, elles doivent laisser l'inflation s'accélérer ; si elles

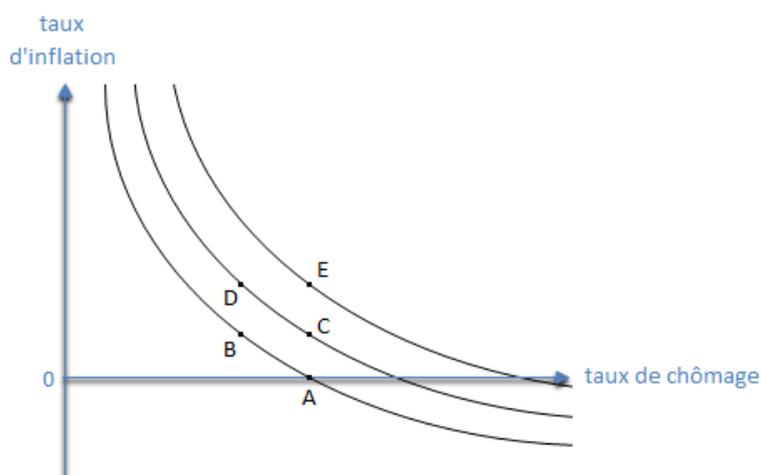
désirent freiner une inflation qu'elles jugent excessive, elles doivent laisser le chômage s'aggraver. Il ne peut toutefois y avoir simultanément stabilité des prix et plein emploi, si bien que les autorités publiques se retrouvent face à un dilemme que certains ont qualifié de « marchandage cruel ». La courbe de Phillips a justifié l'adoption de politiques de gestion de la demande dans les pays avancés au sortir de la Seconde Guerre mondiale. Elle suggérait que les autorités n'avaient qu'à faire varier la demande globale pour atteindre la combinaison inflation-chômage qu'elles désirent. C'est l'idée de « réglage fin » (*fine tuning*).

## 4.2. La courbe de Phillips augmentée des anticipations

La courbe de Phillips a été rapidement remise en cause. Au niveau empirique, la relation semble peu à peu se distendre. Dès les années 1960, les politiques expansionnistes se révèlent incapables de réduire le taux de chômage en dessous d'un certain niveau, alors même que l'inflation accélère continûment. A partir des années 1970, plusieurs pays avancés font même face à une situation de **stagflation**, caractérisée (non plus alternativement, mais) simultanément par une forte inflation et un chômage de masse.

Ces évolutions viennent confirmer aux yeux des monétaristes leur hypothèse d'un **taux de chômage naturel**, c'est-à-dire de l'existence d'un niveau de chômage incompressible face aux politiques conjoncturelles. Milton Friedman accepte l'idée d'un arbitrage entre inflation et chômage à court terme, mais celui-ci disparaît à long terme. Selon lui, Phillips, Samuelson et Solow ont commis deux erreurs : celle d'avoir pris en compte les salaires nominaux et non pas les salaires *réels* ; celle d'avoir pris en compte l'inflation courante et non l'inflation anticipée. En l'occurrence, selon lui, les agents formeraient des anticipations adaptatives : ils s'appuieraient sur les taux d'inflation observés par le passé pour former leurs anticipations, si bien qu'ils ne corrigent leurs erreurs d'anticipations que progressivement. Pour Friedman, il existe une courbe de Phillips à court terme car les agents n'adaptent leurs anticipations d'inflation qu'avec un certain retard. Ou plutôt, il existerait une multitude de courbes de Phillips à court terme ; une courbe de Phillips pour tout niveau d'inflation anticipée.

### GRAPHIQUE Courbes de Phillips à court terme selon Friedman

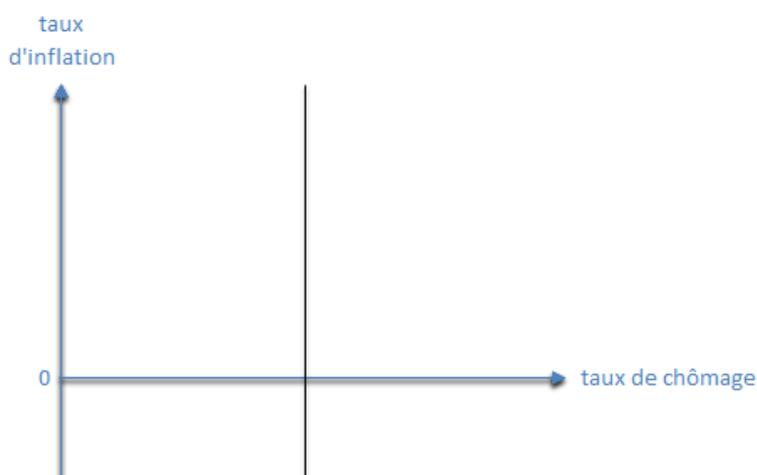


Par exemple, si les autorités publiques accélèrent délibérément l'inflation (par exemple, en accroissant l'offre de monnaie) pour réduire le taux de chômage en-dessous de son niveau naturel, les salaires réels diminueront. Puisque les travailleurs sont victimes d'illusion monétaire, ils ne réduisent pas leur offre de travail. Par contre, la baisse des salaires réels incite les entreprises à embaucher davantage, si bien que le chômage diminue (graphiquement, passage de A à B). Cependant les travailleurs réviseront tôt ou tard leurs anticipations d'inflation à la hausse. Ils réduiront alors leur offre de travail et exigeront une revalorisation de

leurs salaires nominaux pour restaurer leur salaire réel, ce qui incitera les entreprises à réduire leur personnel. Le taux de chômage reviendra au final à son niveau d'équilibre, mais le taux d'inflation sera supérieur à son niveau initial (passage de B à C). Les autorités publiques pourront tenter à nouveau de ramener le taux de chômage en-deçà de son niveau naturel, mais le même enchaînement se répétera (passage de C à D, puis de D à E, etc.).

Suite à chaque relance, le taux de chômage diminue de façon temporaire, mais le taux d'inflation s'élève de façon permanente. A court terme, tant que les agents n'ont pas révisé leurs anticipations, l'économie se déplace le long d'une courbe de Phillips ; avec la révision des anticipations, l'économie passe sur une nouvelle courbe de Phillips. Friedman en conclut que les autorités publiques perdent à long terme la possibilité d'arbitrer entre inflation et chômage. Le maintien du taux de chômage en-deçà de son niveau d'équilibre n'est possible qu'au prix d'une accélération permanente de l'inflation : c'est l'hypothèse accélérationniste. A long terme, le taux d'inflation varie, mais le taux de chômage demeure à son niveau naturel. Autrement dit, la courbe de Phillips de long terme est verticale. Il y a peut-être illusion monétaire à court terme, mais à long terme la monnaie retrouve sa neutralité et la dichotomie classique est vérifiée. Ainsi, les monétaristes expliquent non seulement pourquoi la courbe de Phillips n'est plus valide à partir des années 1960, mais aussi pourquoi elle a pu être vérifiée auparavant. Surtout, ils tirent une importante implication pour la politique monétaire : si les banques centrales ne peuvent réduire le taux de chômage que temporairement en-deçà de son niveau naturel au prix d'une inflation croissante, elles devraient se contenter de s'assurer que la seule stabilisation de l'inflation à un faible niveau.

#### GRAPHIQUE Courbe de Phillips à long terme selon Friedman



Aboutissant à des conclusions encore plus radicales, les nouveaux classiques rejettent l'idée même qu'un arbitrage entre inflation et chômage soit possible à court terme, en supposant que les anticipations sont, non pas adaptatives, mais rationnelles. En effet, les travailleurs ne souffrent pas d'illusion monétaire : ils se focalisent sur leur seul salaire réel et ils utilisent toute l'information disponible pour en déterminer le niveau exact. Si les autorités publiques annoncent un plan de relance, les travailleurs et les entreprises anticiperont son impact inflationniste et ils en concluront que le salaire réel ne variera pas, si bien que l'offre et la demande de travail ne changeront pas non plus. Le chômage peut diminuer si l'inflation accélère sans que les agents l'aient anticipé, mais les agents finiront par réviser leurs anticipations et le chômage reviendra à son niveau initial. Si les autorités publiques cherchent malgré tout à surprendre les agents en provoquant régulièrement une inflation non anticipée, ceux-ci prendront en compte le fait que les autorités cherchent à les tromper, si bien que

l'économie risque de connaître une spirale inflationniste. Au final, la courbe de Phillips serait verticale, aussi bien à court terme qu'à long terme.

### 4.3. Quelques prolongements modernes

A partir des années 1980, certains qualifient de « courbe de Phillips » la seule relation entre le taux d'inflation et l'écart de production (*output gap*), ce qui les amène parfois à abandonner toute référence au taux de chômage. Dans leur optique, lorsque la production est inférieure à son potentiel, c'est-à-dire que les capacités de production sont partiellement utilisées (en raison d'une demande globale insuffisante), l'inflation tend à ralentir. Inversement, lorsque la production est supérieure à son potentiel, c'est-à-dire lorsque les capacités de production sont pleinement utilisées (en raison d'une demande globale excessive), l'inflation tend à accélérer. Plusieurs nouveaux keynésiens notent que le NAIKU est susceptible de varier au cours du temps et, surtout, qu'il n'est pas insensible aux évolutions de la demande globale en raison des effets d'hystérèse : lorsque le taux de chômage est supérieur à son niveau naturel, ce dernier est susceptible d'augmenter.

## 5. Quels sont les coûts de la désinflation ?

Dans la mesure où les économistes n'ont pas la même vision des liens entre inflation, production et chômage, ils ne s'accordent pas sur les coûts d'une désinflation. Le débat porte notamment sur la valeur du **ratio de sacrifice** (ou **coefficient de sacrifice**), c'est-à-dire l'ampleur à laquelle le chômage augmente (ou le PIB diminue) quand le taux d'inflation diminue d'un point de pourcentage. Dans ses divers travaux, Laurence Ball a montré que les épisodes désinflationnistes se sont typiquement accompagnés de récessions et d'une hausse du chômage. Ce fut tout particulièrement le cas dans les pays développés au début des années 1980 : en 1979, le monétariste Paul Volcker, tout juste intronisé à la tête de la Fed, avait fortement augmenté les taux directeurs pour juguler l'inflation à deux chiffres, une initiative qui fut rapidement imitée par les autres banquiers centraux.

Les monétaristes supposent que l'inflation est un phénomène purement monétaire : elle apparaît lorsque la masse monétaire croît plus rapidement que la production de biens et services. Par conséquent, pour que le taux d'inflation diminue, la masse monétaire doit décroître ou, tout du moins, croître plus lentement que la production, mais cela se traduit à court terme par une hausse du chômage et par une récession. Si toutefois les agents estiment que les autorités monétaires sont réellement engagées à assurer la stabilité des prix, ils réviseront plus rapidement leurs anticipations d'inflation et les coûts de la désinflation diminueront. Le fait même que la banque centrale soit prête à provoquer une récession contribuerait à la rendre crédible dans sa lutte contre l'inflation.

Pour les nouveaux classiques, une contraction de la masse monétaire n'a pas d'impact sur la production et l'emploi, même à court terme, dès lors qu'elle est pleinement anticipée. Si les autorités monétaires annoncent une contraction monétaire et si cette annonce est perçue comme crédible, les agents réviseront immédiatement leurs anticipations d'inflation, sans modifier leurs comportements en termes de production et d'offre de travail, auquel cas le ratio de sacrifice serait nul.

Les keynésiens estiment au contraire que le ratio de sacrifice est élevé. Comme l'inflation dépend de la demande globale, c'est en déprimant cette dernière qu'un resserrement monétaire pousse le taux d'inflation à la baisse, ce qui risque effectivement d'entraîner une hausse du chômage et une récession. Selon les nouveaux keynésiens, la désinflation est coûteuse parce que la viscosité des prix et salaires empêche l'économie de s'ajuster

rapidement. Si des effets d'hystérèse sont en outre à l'œuvre, ils tendent à pérenniser ces coûts : plus la production demeure en-deçà de son potentiel, plus ce dernier diminue ; plus le chômage demeure au-dessus de son niveau naturel, plus ce dernier augmente. En effet, en observant 20 pays développés, **Laurence Ball** (2009) constate que les fortes hausses du taux de chômage naturel sont associées aux désinflations, tandis que les fortes baisses du taux de chômage naturel sont associées aux fortes accélérations de l'inflation. En outre, il montre que les désinflations rapides accroissent moins le NAIUR que les désinflations étirées dans le temps, ce qui suggère à nouveau que des effets d'hystérèse sont à l'œuvre. Ce faisant, non seulement il confirme que le taux de chômage naturel n'est pas indépendant de la demande agrégée, mais aussi que sa hausse au cours des années 1980 trouve son origine dans le resserrement de la politique monétaire. Les économies n'ont pas non plus connu le même destin *après* la désinflation. Dans certains pays (comme les Etats-Unis), le chômage chuta rapidement au bout de quelques années, tandis que dans d'autres (comme la France), le NAIUR s'accrut et le chômage resta élevé. Ball explique ces différences par la conduite de la politique monétaire : dans les premiers pays, la banque centrale assouplit rapidement sa politique monétaire lorsque la récession éclata, tandis que dans les seconds, la banque centrale garda une politique monétaire restrictive, malgré la récession.

## **6. Pourquoi l'inflation est-elle aujourd'hui si faible et stable ?**

L'économie mondiale a connu une forte désinflation ces dernières décennies. Entre 1980 et 2005, le taux d'inflation est passé de 12,9 % à 2,22 % dans les pays développés, tandis qu'il passait de 28,30 % à 5,86 % dans les pays en développement [Schwerhoff et Sy, 2013]. Non seulement l'inflation a diminué, mais elle est aussi devenue moins volatile. Ainsi, les prix sont aussi restés particulièrement stables pendant et après la Grande Récession, malgré le puissant déclin de l'activité et la forte hausse du chômage. Les précédentes récessions ont généralement été associées à un fort ralentissement de l'inflation. Par exemple, entre 1980 et 1982, lorsque le taux de chômage est passé aux Etats-Unis de 4,5 % à 10,8 %, le taux d'inflation est passé de 12 % à 4,5 %. Par contre, entre 2007 et 2009, le taux de chômage s'est élevé encore plus fortement aux Etats-Unis et pourtant l'inflation n'a que faiblement diminué : elle est passée de 2,4 % à 1,7 %. La récente contraction de l'activité mondiale *aurait dû* entraîner une puissante désinflation, voire même générer une déflation, selon une courbe de Phillips traditionnelle : la hausse du chômage aurait dû contenir les revendications salariales et les entreprises réduire leurs prix pour écouler leurs stocks d'inventures. Or, les pays développés n'ont pas basculé dans la déflation.

### **6.1. Comment expliquer la Grande Désinflation ?**

Une large part de la chute de l'inflation de ces dernières décennies est souvent attribuée à l'amélioration du cadre institutionnel des banques centrales et à leur plus grande maîtrise dans la conduite de la politique monétaire. En l'occurrence, l'indépendance des banques centrales et l'adoption du ciblage d'inflation leur auraient permis d'ancrer plus efficacement les anticipations d'inflation des agents. Le fait que l'inflation se soit stabilisée autour des niveaux ciblés par les banques centrales (c'est-à-dire 2 %) suggère à certains que celles-ci ont effectivement acquis une plus grande crédibilité et sauraient plus amplement maîtriser les anticipations.

D'autres mettent l'accent sur les développements technologiques, l'innovation stimulant les gains de productivité et ces derniers poussant les prix à la baisse. Or, si les Etats-Unis ont effectivement connu une accélération des gains de productivité au cours des années 1990 avec la diffusion des nouvelles technologies d'information et de communication, la croissance de la

productivité ralentissait au même instant dans plusieurs pays européens. La montée du chômage et sa persistance à des niveaux élevés dans les pays européens ont modifié le rapport de force entre les travailleurs et leurs employeurs, ce qui a amené les premiers à plus facilement accepter la modération salariale.

**Kenneth Rogoff** (2003) a souligné le rôle de la mondialisation dans la désinflation mondiale. Depuis les années 1980, les échanges extérieurs ont explosé. Avec l'ouverture croissante des pays au commerce extérieur, l'inflation domestique devient aussi de plus en plus sensible aux dynamiques mondiales (et, réciproquement, de moins en moins sensible aux évolutions domestiques). Or les pays émergents d'Asie, caractérisés par de faibles coûts de production, ont alimenté les marchés internationaux en biens manufacturés à bas prix, contribuant ainsi à réduire l'inflation importée au sein de chaque économie. La mondialisation et la dérégulation des marchés réduisent le pouvoir de marché des entreprises en intensifiant la concurrence, ce qui se traduit par une baisse des prix. Les travailleurs, plus exposés à la concurrence étrangère, sont plus enclins à accepter une modération salariale.

## **6.2. La Grande Récession et le « mystère de la déflation manquante »**

Deux grandes explications ont été avancées pour expliquer la remarquable résistance de la stabilité des prix lors de la Grande Récession et de la période qui l'a immédiatement suivie. Certains ont estimé que la hausse du chômage correspondait essentiellement à une hausse du chômage structurel. Par conséquent, les niveaux élevés du chômage ont exercé moins d'influence sur les salaires et sur les prix que par le passé. Si de nombreux chômeurs ne peuvent totalement se concurrencer dans leur recherche d'emploi, ils influencent moins les salaires des actifs en emploi, si bien que le chômage perd de son influence sur les prix des biens et services. Un plus grand chômage structurel réduit en outre la production potentielle, donc referme naturellement l'écart de production (*output gap*). Si c'est le cas, non seulement une poursuite de l'assouplissement monétaire risque de peu réduire le chômage, mais l'inflation risque surtout de fortement accélérer.

Selon un second ensemble d'hypothèses, la stabilité de l'inflation reflète avant tout la réussite des banques centrales à ancrer les anticipations d'inflation et par là à stabiliser l'inflation. En outre, s'il existe des rigidités de prix comme le suggèrent les nouveaux keynésiens, alors l'inflation, lorsqu'elle atteint de faibles niveaux, devient plus visqueuse et moins sensible aux fluctuations de l'activité. Puisque les travailleurs s'attendent à ce que les prix augmentent peu, ils refrenent leurs revendications salariales, ce qui permet aux entreprises de contenir leurs coûts de production. Lorsque la crise économique survient, un tel ancrage des anticipations désamorce les pressions déflationnistes. En effet, si les agents n'anticipent pas une baisse des prix, alors les travailleurs sont moins susceptibles d'accepter les baisses de salaires. De leur côté, si les entreprises anticipent des salaires stables, elles sont peu enclines à réduire leurs prix.

C'est ce second ensemble d'hypothèses que le **FMI** (2013) conforte. Dans les pays avancés, l'inflation est devenue moins sensible aux ralentissements de l'activité économique. La courbe de Phillips serait toujours valide, mais plus plate que par le passé, si bien que le chômage affecte désormais moins l'inflation qu'auparavant. Cette étude a d'importantes implications pour la politique économique. Premièrement, elle suggère que la politique monétaire accommodante n'est pas susceptible d'être significativement inflationniste, aussi longtemps que les anticipations d'inflation restent solidement ancrées. Les craintes d'une accélération de l'inflation ne doivent donc pas empêcher les banques centrales d'assouplir leur politique monétaire pour stimuler l'activité et ramener l'économie au plein emploi. Deuxièmement, l'affaiblissement du lien entre chômage et inflation peut conduire les banques centrales à sous-

estimer la sévérité des chocs et finalement à ne pas adopter les mesures adéquates. Si la déflation avait éclaté ces dernières années, les autorités monétaires auraient réagi plus fortement face au ralentissement de l'activité. Troisièmement, si les banques centrales cherchent à stabiliser la seule inflation, cette stabilisation risque de se faire au prix d'une plus forte volatilité de la production et du chômage que par le passé.

## Références

- BALL, Laurence M. (2009), « Hysteresis in unemployment: Old and new evidence », NBER, working paper, n° 14818.
- BARRO, Robert (1996), « Inflation and growth », in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 78.
- BEZBAKH, Pierre (2011), *Inflation et Désinflation*, éditions La Découverte.
- FMI (2013), « The dog that didn't bark: Has inflation been muzzled or was it just sleeping? », in *World Economic Outlook: Hopes, Realities, Risks*, chapitre 3, avril.
- FRIEDMAN, Milton (1968), « The Role of Monetary Policy », in *American Economic Review*, vol. 58, n° 1.
- LE BIHAN, Hervé (2009), « 1958-2008, avatars et enjeux de la courbe de Phillips », in *Revue de l'OFCE*, n° 111.
- LIPSEY, Richard (1960), « The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1862-1957: A further analysis », in *Economica*, vol. 27, n° 105.
- PHELPS, Edmund S. (1967), « Phillips curves, expectations of inflation, and optimal unemployment over time », in *Economica*, vol. 35, n° 139
- PHILLIPS, A. William (1958), « The relation between unemployment and the rate of change of money wages in the UK, 1861-1957 », in *Economica*, vol. 25, n° 100.
- ROGOFF, Kenneth (2003), « Globalization and global disinflation », discours prononcé à Jackson Hole, dans le cadre de la conférence « Monetary policy and uncertainty: Adapting to a changing economy ».
- SAMUELSON, Paul A., & Robert M. Solow (1960), « Analytical aspects of anti-inflation policy », in *American Economic Review*, vol. 50, n° 2.
- SCHWERHOFF, Gregor, & Mouhamadou SY (2013), « The non-monetary side of the global disinflation ».