

Inflation : « Une politique monétaire restrictive comprimerait la consommation et l'investissement »

Jean-Luc Gaffard et Francesco Saraceno

La hausse des prix actuelle n'est pas un phénomène monétaire mais structurel, elle dicte donc des choix inédits, estiment les économistes

L'inflation a resurgi, alors qu'on la croyait éradiquée grâce à la seule action des banques centrales, éclairée par une théorie qui en faisait un phénomène purement monétaire. La tentation de la juger temporaire a dû céder devant une réalité faite de chocs, certes imprévisibles, mais rapidement générateurs de déséquilibres sectoriels aux conséquences durables.

Qu'elle provienne des coûts de production ou de la hausse de la demande, l'inflation révèle l'existence de déséquilibres sectoriels, qui naissent d'innovations incluant nouveaux produits, nouvelles technologies, nouvelles sources de matières premières. Il suffit d'une asymétrie des mouvements de prix et de salaires, plus flexibles à la hausse qu'à la baisse, pour que des tensions inflationnistes persistent, voire s'aggravent, quand la désarticulation sectorielle est accrue.

La situation actuelle en est une illustration. La crise sanitaire, la crise écologique puis l'agression militaire de l'Ukraine par la Russie ont suscité des pénuries dans différents secteurs – matières premières, productions agricoles, composants industriels – qui ont fait exploser les prix.

Ce qui semble temporaire peut devenir persistant dans les secteurs où, en dépit d'une demande qui restera forte assez longtemps, les investissements sont appelés à stagner, voire à diminuer, soit parce que l'activité est condamnée à terme du fait de la pollution (typiquement l'activité gazière), soit parce que l'incertitude est grande sur la configuration future du marché.

Dans ce contexte, les hausses des prix en cascade portent atteinte au pouvoir d'achat des ménages, avec pour conséquence possible des excédents d'offre et des pertes d'emploi dans certains secteurs. Le spectre de la stagflation – comme pendant les années 1970 – revient sur le devant de la scène. Les distorsions de prix relatifs non anticipées et non désirées ne peuvent que conduire à des transferts de richesse et à une mauvaise allocation des ressources.

Problèmes de gestion de la dette

Face à ces phénomènes de nature structurelle, la tentation existe toujours de les réduire à des causes monétaires. Si l'on suit cette théorie, il appartiendrait alors à la Banque centrale de l'endiguer en augmentant ses taux d'intérêt, avec comme seul souci de casser les anticipations inflationnistes, afin d'éviter que ne se déclenche une spirale prix-salaires.

Pourtant, avec une dette publique et privée élevée, une forte incertitude et, au moins dans la zone euro, une demande globale peu dynamique, une politique monétaire restrictive comprimerait la consommation et l'investissement, et créerait des problèmes de gestion de la dette, publique comme privée, sans s'attaquer à aucune des causes réelles de l'inflation. Les tensions inflationnistes seraient contenues, mais au prix d'une pénalisation des investissements productifs, d'une hausse du taux de chômage et de retards apportés aux nécessaires mutations structurelles de la transition énergétique et industrielle.

Conjurer une inflation aux origines structurelles requiert de créer les conditions d'une résorption progressive des déséquilibres sectoriels.

Il revient aux pouvoirs publics d'investir en recherche et en infrastructure et de fixer subventions et taxes de façon à stimuler les activités dont le développement est requis par la transition écologique et la révolution numérique. Il leur revient également de veiller au maintien du pouvoir d'achat des ménages

en usant temporairement du contrôle des prix ou de l'octroi de primes, pour éviter des déficits brutaux de demande dans certains secteurs de biens de consommation.

Le système financier doit être organisé et régulé de telle manière que les détenteurs de capitaux s'engagent sur des volumes importants pour des durées longues, permettant de sécuriser les investissements innovants des entreprises.

Les entreprises (non financières) doivent être à même de faire des anticipations fiables à la fois sur les technologies à venir et sur les futures conditions de marché, ce qui peut rendre nécessaires certaines formes de collusion que les autorités de la concurrence devraient pouvoir valider.

La création de nouvelles activités et de nouveaux emplois pour répondre aux nouvelles demandes passe par le développement de formations adaptées in situ, donc dans le cadre de contrats de travail longs, susceptibles de conduire à une hausse des salaires en accord avec les hausses de productivité, sans créer de spirale inflationniste.

Réfuter la vision de l'inflation comme phénomène essentiellement monétaire signifie qu'il n'est plus possible de se rapporter à la seule politique monétaire pour y faire face. L'inflation – son accélération, sa stabilité, sa décélération – dépend de l'état général de l'économie et de l'évolution de sa composition sectorielle. La politique monétaire participe du chemin suivi, tout comme la politique budgétaire, la politique de recherche, la politique industrielle, la politique de la concurrence, voire une politique de la main-d'œuvre et du marché du travail et plus largement une politique des revenus. Leur combinaison doit permettre de cibler une inflation modérée, qui participe de mécanismes de réallocation des ressources et de résorption progressive des déséquilibres sectoriels. Si hausse des taux d'intérêt il devait y avoir, ce ne serait qu'en relation avec les gains de productivité. Les tensions inflationnistes modérées seraient neutres au regard des salaires relatifs rapportés aux gains de productivité.

Jean-Luc Gaffard est professeur émérite d'économie à l'université Côte-d'Azur ; Francesco Saraceno est chercheur à l'Observatoire français des conjonctures économiques (Sciences Po). Ils sont auteurs, avec Mario Amendola, du « Temps retrouvé de l'économie » (Odile Jacob, 2020)