

Analyse comparée de deux inflations structurelles et des risques systémiques associés : La grande inflation des années 1970 et l'inflation des années 2020

Michel Aglietta & Sabrina Khanniche

Résumé

Les deux époques d'inflation des années 1970 et 2020, à un demi-siècle d'écart, ont en commun une prise de conscience de l'écologie comme susceptible de mettre un terme à l'expansion du capitalisme. Toutefois les réponses économiques et politiques ont été fort différentes.

Les enjeux politiques et sociaux sont opposés. La grande crise inflationniste des années 1970 s'est achevée par le triomphe du néolibéralisme propulsant le capitalisme financier sous l'égide du cycle financier. Au contraire, la crise inflationniste qui a suivi la pandémie de Covid 19 remet au premier plan la nécessité d'une planification stratégique sous l'égide de la puissance publique pour affronter l'urgence climatique.



■ Introduction

Grâce aux données de longue période sur la courbe des taux d'intérêt et sur les variations des prix des actifs financiers aux États-Unis et en Europe dans les deux époques d'inflation de 1970 et 2020, ainsi que les évolutions des taux d'inflation et des relations salaires prix dans les deux époques, il est possible d'analyser les similarités et les différences entre ces régimes d'inflation persistante.

Nous examinerons les réponses des banques centrales dans les contextes géopolitiques des deux époques pour caractériser les ressemblances et les différences, en mettant particulièrement l'accent sur les États-Unis où les rapports entre État fédéral et banque centrale ont changé profondément au cours des années 1970. En Europe, les différences étaient structurelles. En effet, la longue évolution qui allait conduire à l'euro n'a commencé que dans les années 1980 avec l'ancrage du franc français et d'autres monnaies d'Europe occidentale sur le deutschemark.

Les changements structurels portent aussi des différences politiques majeures. La fin de la grande inflation des années 1970 a conduit à l'avènement du néolibéralisme, avec l'arrivée au pouvoir de Ronald Reagan aux États-Unis et de Margaret Thatcher au Royaume-Uni, réduisant drastiquement la place de l'État dans l'économie. Dans les années 1990, après l'effondrement de l'Union soviétique en 1989 et l'instauration du consensus de Washington en 1992, le néolibéralisme a conquis l'ensemble du monde occidental. En octobre 1973, la guerre israélo-arabe du Kippour ne dura que trois semaines. Mais elle fut à l'origine du premier choc pétrolier qui engendra une poussée d'inflation et une montée du chômage, car les pays de l'OPEP ont élevé le prix du pétrole de 70 %. La stagflation en a résulté dans les pays industrialisés très dépendants du pétrole. En 1979, le second choc pétrolier a renforcé ces effets. Il a marqué la fin du modèle fordiste, c'est-à-dire de la croissance élevée et de la progression des niveaux de vie dans les pays occidentaux. Son origine politique a été la révolution iranienne. Les crises pétrolières ont donc été un catalyseur de la fin des Trente Glorieuses avec une inflation au-dessus de 10 % jusqu'au coup de force Volcker, entraînant les récessions de 1981 et 1982 et ouvrant la voie au néolibéralisme.

L'époque de l'inflation actuelle est caractérisée par des ruptures géopolitiques majeures conduisant à des conflits multiples et durables (guerre en Ukraine qui ramène le conflit militaire au cœur de l'Europe et conflit israélo-palestinien au Proche-Orient). On y décèle aussi l'émergence sur la scène internationale d'un Sud global qui entend peser sur les affaires du monde. Mais le phénomène le plus englobant est la prise de conscience des transformations environnementales, surtout du changement climatique. La nature des risques climatiques requiert une démarche d'écologie politique pour les affronter. C'est pourquoi la puissance publique doit pouvoir guider le secteur privé dans le retour d'une planification stratégique. Il

nous faut donc un cadre théorique large pour mener à bien cette comparaison des deux inflations structurelles.

■ 1. Qu'est-ce qu'une inflation structurelle ?

Pour aborder cette question, il faut d'abord rappeler que la monnaie est le lien social fondamental des économies de marché. Or la monnaie a un double caractère dans les sociétés capitalistes. Elle est le mode de réalisation de la valeur dans le système des paiements. Elle est aussi le vecteur de la logique du capitalisme qui est de faire de l'argent avec l'argent. Il en résulte un rapport entre la transformation des conditions de production et la détérioration des conditions de financement de la formation de capital¹. Cela conduit au concept de cycle financier étudié par la Banque des règlements internationaux (BRI) depuis les années 1990².

Les traits caractéristiques du cycle financier sont les suivants :

- La covariation des composantes à basse fréquence du crédit et du prix de la production ;
- Le cycle financier a une fréquence bien plus longue avec une amplitude bien plus grande que le cycle des affaires ;
- Les crises avec le retournement du cycle financier se produisent peu après les pics du cycle financier. Les récessions qui coïncident avec le retournement du cycle financier sont particulièrement sévères ;
- Il est possible de détecter les risques de détresse financière bien en avance en temps réel avec une bonne approximation. Les indicateurs les plus probants des crises financières sont fondés sur les déviations positives simultanées du ratio crédit privé/PIB et des prix immobiliers par rapport à leurs tendances historiques ;
- La durée et l'amplitude du cycle financier dépendent des régimes politiques. Ainsi la libéralisation financière a-t-elle renforcé les interactions entre les perceptions de la valeur et du risque. D'importants effets d'offre associés à la globalisation augmentent les pressions inflationnistes, ce qui contraint la politique monétaire restrictive.

Avant le tournant néolibéral des années 1980, les cycles financiers et conjoncturels étaient de longueur similaire aux

États-Unis. Ce n'était pas le cas au Royaume-Uni où une philosophie de libéralisation financière a eu lieu dès le début des années 1970.

Le cycle financier pose des défis analytiques et des défis politiques.

Sur le plan analytique, il faut bien comprendre que l'expansion financière spéculative (*financial boom*) ne précède pas seulement la crise financière, mais

le cycle financier pose des défis analytiques et des défis politiques

(1) Aglietta (1976).

(2) Borio (2012).

la cause. Le boom sème les germes de l'effondrement, car il engendre les vulnérabilités dans les stocks de dettes et d'actifs accumulés. Ce sont des stocks excessifs dans la phase d'expansion du crédit qui affaiblissent de manière endogène les contraintes financières. Il en résulte une « méallocation » des ressources en capital. Lorsque la spéculation se renverse, les prix des actifs et les cashflows s'effondrent car les agents économiques coupent leurs dépenses pour réparer leurs bilans.

Concernant les défis politiques, puisque les forces procycliques puissantes produisent l'instabilité des bilans, une politique macroprudentielle est indispensable pour contrecarrer la procyclicité du système financier. C'est pourquoi Bâle III a mis en place une structure macroprudentielle qui est incorporée dans les juridictions nationales.

De son côté, la politique monétaire devrait étendre son horizon au-delà du ciblage de l'inflation à horizon de deux ans pour empêcher la formation des déséquilibres financiers et devrait donc accorder plus d'importance aux risques de bilan. Pour maîtriser le cycle financier, les politiques budgétaires, monétaires et prudentielles doivent être tournées vers le moyen terme. Le principe de base est d'établir des tampons pendant la phase d'expansion (le *boom*) pour les retirer dans la crise (le *bust*) pour stabiliser le système.

Cela nous conduit aux caractéristiques de l'inflation structurelle et à la compréhension des ressemblances et des différences entre la grande inflation des années 1970 et celle des années 2020, un demi-siècle plus tard.

2. Analyse dynamique et descriptive des deux crises inflationnistes et des vulnérabilités induites

Plusieurs parallèles peuvent être établis entre les crises inflationnistes des années 1970 et 2020. Une série de chocs a poussé l'inflation à des niveaux inégalés et le manque de réaction des autorités publiques a ralenti le processus de désinflation. Les chocs d'offre liés à la guerre du Kippour en 1973 et la révolution iranienne en 1979, les goulots d'étranglement durant la pandémie en 2020, l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022, la fermeture de la Chine en raison du Covid cette même année, ont propulsé l'économie dans une direction stagflationniste. Au-delà de ces chocs, à l'heure actuelle, le retour à la cible des banques centrales pourrait être contrarié par le changement climatique, la démographie, la reconsidération des dépendances externes avec une évolution vers la démondialisation. Les économies semblent avoir quitté le régime d'inflation ultra-faible de la période 2014-2020.

à l'heure actuelle, le retour à la cible des banques centrales pourrait être contrarié par le changement climatique, la démographie, la reconsidération des dépendances externes avec une évolution vers la démondialisation

La chronologie des événements depuis la fin des années 1960 montre que les prémices d'une inflation incontrôlée étaient installées. Aux États-Unis, les programmes de « Grande société »³ de l'administration Johnson et la guerre au Vietnam avaient poussé les dépenses budgétaires à la hausse à la fin des années 1960. Par ailleurs, la fin du système de Bretton Woods avait été décidée par le Président Nixon en 1971 et, par là même, la suspension de la convertibilité du dollar en or mit fin au régime de change fixe qui prévalait depuis 1944. En 1972, El Niño a entraîné une hausse significative des prix des denrées alimentaires dont la part dans l'indice des prix à la consommation des États-Unis était de 22 %. Le contrôle des salaires et des prix a progressivement pris fin à partir de 1973, tandis que les faibles taux de chômage au début de la décennie ont permis aux travailleurs de négocier des augmentations de salaires. En 1973, les pays producteurs de pétrole quadruplèrent les prix de la ressource énergétique et imposèrent un embargo aux pays qui soutenaient Israël durant la guerre du Kippour. Le prix du baril de Brent a atteint deux pics, en mars 1974 à 15 \$ et en décembre 1979 à 42 \$. Les prix de l'énergie aux États-Unis ont augmenté de 33,7 % en septembre 1974 et de 47,2 % en mars 1980 en glissement annuel (graphique 1). Néanmoins, l'inflation était déjà bien ancrée au moment de la guerre du Kippour en 1973 et de la révolution iranienne de 1979. Les autorités publiques ont tardé à agir, arguant que l'inflation était transitoire. Les prix des denrées alimentaires ont atteint un pic en décembre 1973 à 18,6 % en glissement annuel (graphique 1). Les biens à forte intensité énergétique ont également enregistré des hausses record, à l'instar des coûts du logement et du transport. En raison de la forte dépendance énergétique des États-Unis au pétrole, la balance commerciale se détériora, entraînant une dépréciation du dollar en 1973.

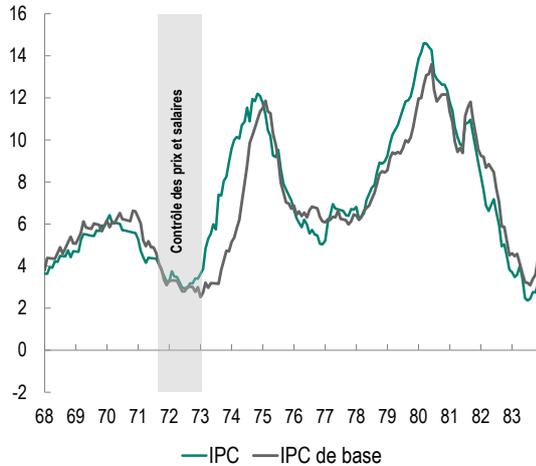
La succession de chocs d'offre a entraîné une hausse généralisée des prix. Les deux chocs pétroliers de 1973 et 1979 ont propulsé l'inflation à deux chiffres aux États-Unis et ancré les anticipations d'inflation à la hausse contribuant à la spirale salaires prix. Le choc du côté de la demande a également joué un rôle crucial. L'insuffisante réaction des autorités publiques américaines, réfractaires à l'idée de voir une augmentation du taux de chômage et un ralentissement de la croissance économique, a renforcé la dynamique. Le manque d'indépendance de la Réserve fédérale vis-à-vis de l'administration Carter, arrivée au pouvoir en 1977, a été un problème majeur. La hausse des taux d'intérêt pour contrer l'inflation risquait d'aggraver

la situation du chômage. Bien que les États-Unis aient souffert d'une récession en 1974 (-0,6 % en moyenne annuelle après 5,8 % en

(3) Visant à lutter contre la pauvreté et les inégalités sociales en promouvant les droits civils et l'accès aux soins de santé pour les Américains.

Graphique 1 – Évolution des prix de l'énergie et des denrées alimentaires aux États-Unis

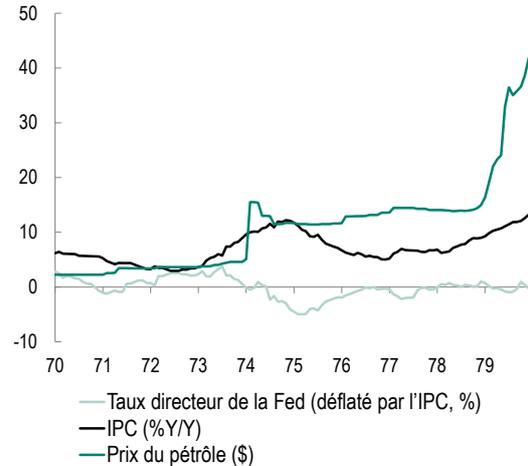
Glissement annuel, %



Note : IPC : Indice des prix à la consommation.

Source : Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv, Bloomberg.

Graphique 2 – Évolution des prix du baril de Brent, du taux d'intérêt réel et de l'inflation aux États-Unis (%)



Note : IPC : Indice des prix à la consommation.

Source : Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv, Bloomberg.

1973), les taux d'intérêt réels sont restés négatifs puisque le choc pétrolier était perçu comme transitoire et sur lequel la politique monétaire avait peu d'emprise (graphique 2).

Les réponses politiques au choc pétrolier ont varié d'un pays à l'autre. Le Royaume-Uni a adopté une politique monétaire accommodante (M2 a augmenté de 25 % en glissement annuel), qui n'a fait qu'accélérer les pressions inflationnistes. Les États-Unis ont préféré une ligne monétaire neutre, ce qui a entraîné deux pics d'inflation, avec une moyenne de plus de 7 % sur la décennie (12 % au Royaume-Uni et 9 % en

France) et un pic de quelque 14 % (27 % au Royaume-Uni et 15 % en France). À la suite de la forte poussée de l'inflation en 1974, la France a resserré les politiques économiques de façon modérée. La balance fiscale primaire est passée d'un surplus à l'équilibre, les taux d'intérêt ont été relevés, tout en restant négatifs en termes réels. Cela a permis à l'inflation

de baisser jusqu'en 1977. Les politiques économiques se sont alors à nouveau assouplies, le solde budgétaire primaire devenant déficitaire et les taux d'intérêt réels revenant en territoire négatif. La désinflation s'est arrêtée et l'inflation est repartie à la hausse. La France a alors connu une brève contraction de l'activité en 1975, se stabilisant puis décélérant tandis que le chômage augmentait (graphique 3).

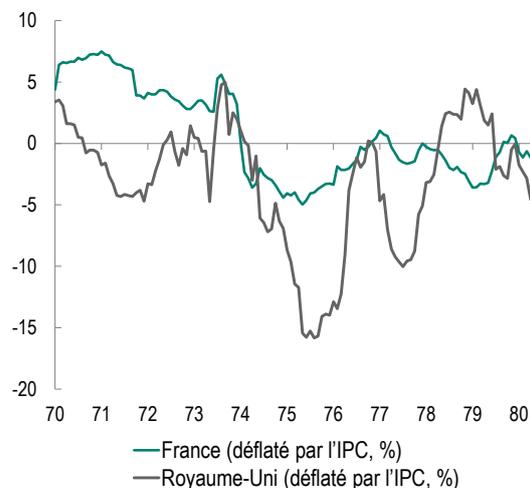
L'instabilité économique se renforça avec la révolution iranienne de 1979, qui perturba l'approvisionnement mondial en pétrole. Comme l'Iran était un producteur clé (7 % de la production mondiale), la pénurie fut exacerbée par le conflit avec l'Irak en 1980. Alors que la Réserve fédérale avait tendance à sous-estimer l'inflation, l'arrivée de Paul Volcker à sa tête en 1979

l'arrivée de Paul Volcker en 1979 marqua un changement brutal du régime monétaire mondial

marqua un changement brutal du régime monétaire mondial. Il augmenta vertigineusement les taux d'intérêt. La résultante fut, bien sûr, l'endiguement de l'inflation, mais au prix d'une sévère récession en 1982. L'inflation est ainsi passée aux États-Unis de 14,6 % en glissement annuel en mars 1980 à 2,4 % en juillet 1983.

Une étude du FMI⁴ analyse plus de 100 épisodes de chocs inflationnistes dans 56 pays depuis les années 1970. Le reflux de l'inflation se produit dans les cinq ans dans 60 % des cas. L'inflation tend à être plus persistante à la suite d'un choc des termes de l'échange. Lors des crises pétrolières de 1973-79, la politique monétaire peu restrictive dans le temps a été un frein à son endiguement. En effet, après une baisse initiale de

Graphique 3 – Évolution du taux d'intérêt réel en France et au Royaume-Uni (%)



Note : IPC : Indice des prix à la consommation.

Source : Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv, Bloomberg.

(4) Mulas-Granados et al. (2023).

l'inflation, c'est une stabilisation à un niveau élevé suivie d'une reprise qui est constatée. Les désinflatons réussies sont associées à des conditions monétaires strictes, une récession à court terme, une détérioration des conditions d'emploi et une moindre dépréciation de la monnaie.

L'économie mondiale a été confrontée à des perturbations d'une ampleur inconnue ces dernières années, rappelant les chocs d'offre des années 1970. La reprise de l'inflation au début de 2021 s'explique par la flambée des prix énergétiques, industriels et alimentaires. Les vagues successives de la pandémie avec les confinements répétés en Chine dans le cadre de la politique du « zéro Covid » entre 2020 et 2022 ont fortement perturbé les chaînes d'approvisionnement mondiales. Les délais de livraison se sont allongés, réduisant la disponibilité des biens. La guerre en Ukraine en 2022 a exacerbé l'impact sur les coûts de production. Les prix des biens ont été poussés à la hausse par une offre bridée, incapable de faire face à une demande mondiale vigoureuse en 2021 et 2022 dans un contexte de fermeture des services.

Dans de nombreux pays, les déficits budgétaires pour faire face à la pandémie ont atteint une ampleur inégalée depuis la Seconde Guerre mondiale.

En janvier 2021, l'administration Biden annonça l'« American Rescue Plan » d'un montant de 1,9 trillion \$ pour relancer l'économie américaine et réduire les effets de la pandémie de Covid-19. Avec un écart de production de 50 milliards \$ par mois, Larry Summers⁵ souligna alors que le stimulus budgétaire était trois fois plus important que le déficit de production

l'économie mondiale a été confrontée à des perturbations d'une ampleur inconnue ces dernières années, rappelant les chocs d'offre des années 1970

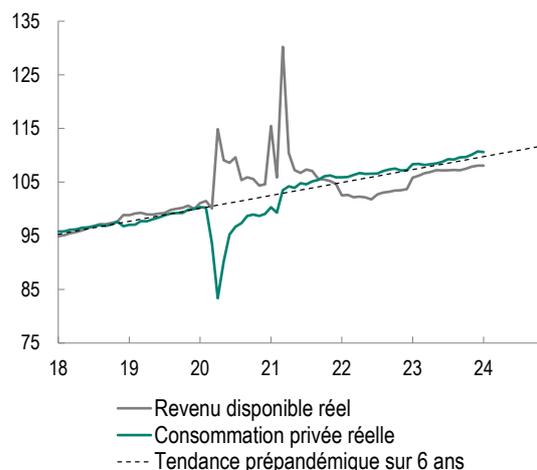
ce qui déclencherait de très fortes pressions inflationnistes. Celles liées à l'offre devaient s'atténuer avec l'ouverture de l'économie, la pandémie étant maîtrisée. Cependant, les effets de base étaient significatifs, les prix du pétrole s'étant effondrés l'année précédente et le stimulus budgétaire était assimilé à un choc de demande de bien et dans les services fermés depuis le Covid-19. Le revenu des ménages américains a augmenté de 23 % au mois de mars 2021 soit une hausse de 30 % en glissement annuel soutenant la consommation des ménages (graphique 4). Ces facteurs ont alimenté les inquiétudes concernant l'inflation. Les anticipations d'inflation des ménages pour l'année à venir ont fait un bond pour atteindre 4,6 % en mai 2021 contre 2,5 % en décembre 2020, et leurs anticipations à cinq ans ont grimpé à 3 % contre 2,5 % en décembre 2020.

À la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, des sanctions à l'encontre du régime de Poutine ont été appliquées ; ce qui équivaut à un choc d'offre qui accroît sensiblement le risque stagflationniste, la

(5) « Biden's covid stimulus plan is admirably ambitious. But it brings some risks, too », Washington Post, février 2021.

Graphique 4 – Évolution du revenu disponible réel et de la consommation aux États-Unis

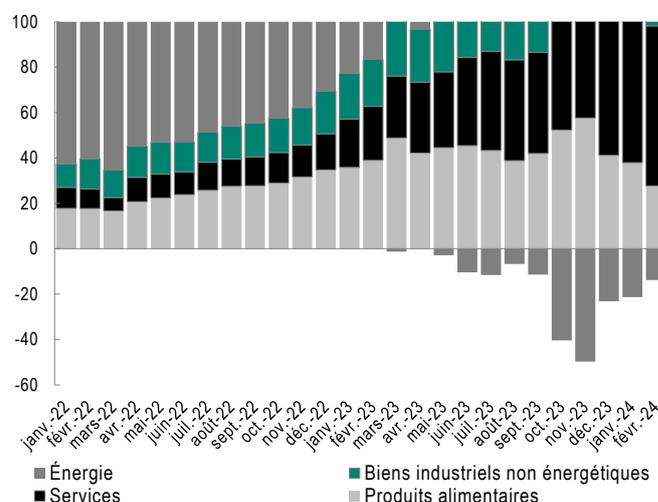
100 = Décembre 2019



Source : Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv, Bloomberg.

Russie étant un important producteur mondial de matières premières. L'Europe dépendait fortement de l'énergie russe qui représentait en 2022 30 % de ses besoins en pétrole et 49 % de ses importations de gaz naturel. L'Allemagne et l'Italie étaient les pays les plus exposés aux restrictions d'approvisionnement. La dépendance de l'Europe à l'égard des approvisionnements du gaz russe présente des parallèles avec celle de l'Occident vis-à-vis du pétrole du Moyen-Orient dans les années 1970. L'inflation en zone euro a atteint son sommet en octobre 2022 à 10,6 % en glissement annuel. Les prix de l'énergie (10,9 % du panier de l'indice des prix à la consommation) ont augmenté de 41,5 % en glissement annuel, ce qui explique la majeure partie de la hausse mensuelle (contribution de 43 %, graphique 5). Cette hausse

Graphique 5 – Contribution des différentes composantes à l'inflation de la zone euro (%)

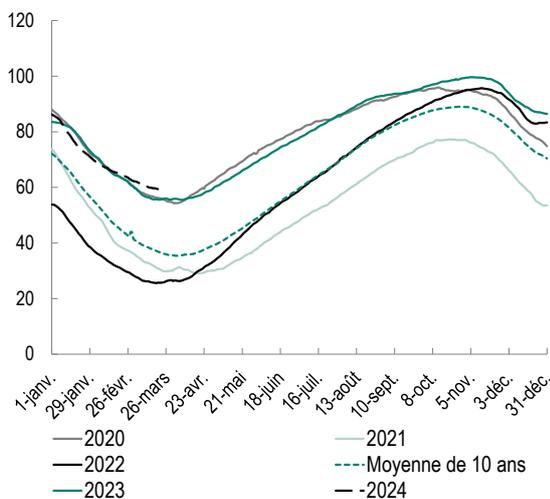


Source : Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv, Bloomberg.

des prix est généralisée à travers les pays et les composantes. Les pressions sous-jacentes sur les prix ont continué à s'intensifier. Une spirale prix salaires et un désancrage des anticipations d'inflation représentaient alors les principaux enjeux pour l'évolution des prix à moyen terme.

Le déficit d'approvisionnement en gaz s'est creusé depuis l'arrêt des flux russes en provenance du Nord Stream 1. Des solutions temporaires avaient été envisagées comme le redémarrage en cas d'urgence des centrales au charbon en Allemagne. Pour pallier le déficit de l'offre et faire face à un hiver potentiellement rigoureux, il était nécessaire de rationner le gaz. La Commission européenne a suggéré une réduction de la demande de 15 % afin de réduire la sensibilité aux prix du gaz et de garantir l'approvisionnement en gaz durant l'hiver. Au premier semestre 2022, les stocks de gaz européens étaient inférieurs à la moyenne sur 10 ans avant de repasser au-dessus les six derniers mois de l'année et les 90 % de pleine capacité (graphique 6). La réponse fiscale à la crise énergétique a été laissée au niveau national. La Commission européenne a autorisé les États membres à profiter de la suspension des règles fiscales en 2022 pour soutenir le secteur privé. Les mesures ont consisté en des réductions d'impôts, des transferts aux ménages à faibles revenus, des aides aux entreprises et un plafonnement des prix de l'énergie.

Graphique 6 – Stock de gaz en Europe (% pleine capacité)



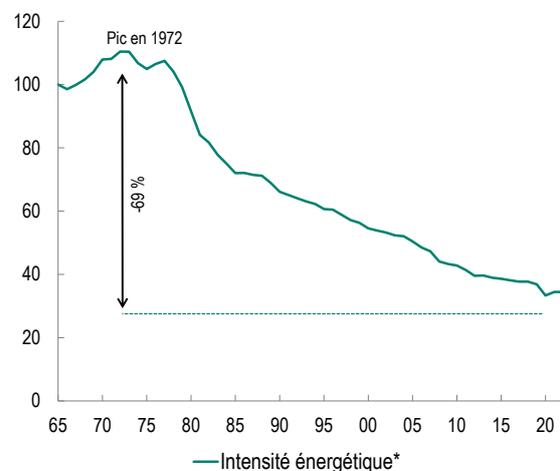
Source : Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv, Bloomberg.

Le choc énergétique qui a révélé la forte dépendance énergétique à la Russie a conduit au programme « RePower EU » lancé par la Commission européenne. La réduction de cette dépendance passe par la diversification de l'approvisionnement en gaz, l'utilisation des énergies renouvelables et le stockage du gaz. D'une part, l'UE a pu importer des niveaux record de gaz naturel liquéfié et bénéficier de livraisons plus importantes de gaz par gazoduc. Un protocole d'accord trilatéral avec l'Égypte et Israël pour l'exportation de gaz naturel vers l'Europe et un autre avec l'Azerbaïdjan sur un partenariat stratégique dans le domaine de l'énergie ont été signés dans ce cadre. Par

ailleurs, les États-Unis s'étaient engagés à fournir à l'UE au moins 15 milliards de mètres cubes supplémentaires de gaz naturel liquéfié. D'autre part, l'Europe a réduit la consommation de gaz d'environ 15 % et les approvisionnements en gaz russe ont baissé à 9 % du total. La réponse européenne, dont les effets sont structurels, n'est pas sans rappeler la réponse américaine à la suite du choc pétrolier des années 1970. Les États-Unis, alors fortement dépendants du pétrole du Moyen-Orient, avaient créé une réserve stratégique de pétrole en 1975 et le département de l'Énergie en 1977. L'intensité énergétique a baissé de 69 % depuis le pic en 1972 (graphique 7).

Graphique 7 – Intensité énergétique des États-Unis

100 = 1965

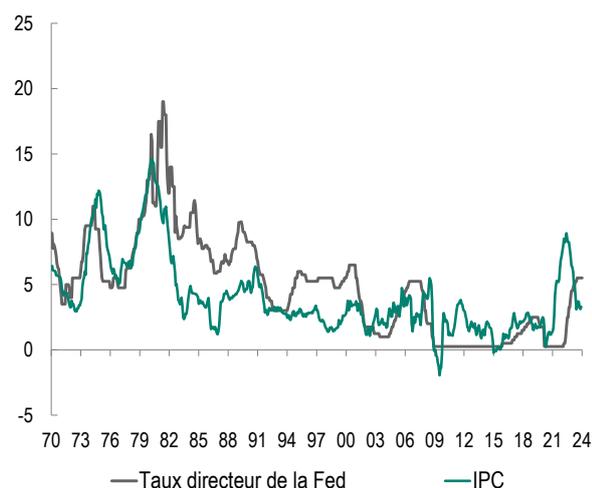


* Barils par jour/ PIB réel.

Source : Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv, Bloomberg.

Lors des deux crises inflationnistes, l'inflation était perçue comme transitoire et les banques centrales ont tardé à réagir, révisant leurs prévisions d'inflation à la hausse tout en restant confiantes quant à l'évolution des prix. Depuis 2008, les autorités monétaires ont surtout combattu les risques déflationnistes en adoptant une politique monétaire très accommodante. Mais la succession de chocs a désancré les anticipations d'inflation, ce qui a renforcé la dynamique inflationniste. La Réserve fédérale a démarré son cycle de hausse en mars 2022 augmentant les taux de 500 points de base à 5,5 %. La BCE a commencé la hausse des taux en juillet 2022 avec le taux de dépôt qui est passé de 0 % à 4,5 %. Le resserrement brutal de la politique monétaire a fait craindre une récession en 2023, mais les économies américaine et européenne ont été plus résilientes que prévu. L'absence d'excès d'endettement et l'excès d'épargne ont rendu le cycle moins sensible à la hausse des prix et des taux. Les conditions financières sont restées plus accommodantes que dans les années 1970, comme l'atteste le taux réel de la Réserve fédérale, plus bas aujourd'hui qu'il ne l'était à l'époque (graphique 8), tandis que l'augmentation de la masse monétaire a également connu une expansion beaucoup plus importante.

Graphique 8 – Évolution des taux de la Fed et de l'inflation (%)



Note : IPC : Indice des prix à la consommation.

Source : Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv, Bloomberg.

Aux États-Unis, les ménages ont pu maintenir leurs dépenses de consommation grâce à un excès d'épargne encore important, à un marché du travail solide et à l'amélioration des marchés boursiers. L'économie a enregistré un taux de croissance de 2,4 % en 2023. Cela a eu des répercussions sur l'inflation, rallongeant le processus de baisse du fait de la transmission de la hausse du prix des entrants aux consommateurs qui pouvaient se le permettre. La qualité des bilans des ménages implique qu'ils n'aient pas été contraints de procéder à des ventes forcées de leur logement contrairement à 2008 et à limiter leurs dépenses de consommation. L'activité économique de la zone euro a également surpris positivement, enregistrant une croissance de 3,4 % en 2022. Le choc d'offre à la suite de l'arrêt de l'approvisionnement en gaz russe a généré une stagflation en 2023. La transmission de la politique monétaire a été agressive et effective. La contraction de l'impulsion du crédit et de la masse monétaire M1 a été la plus sévère depuis la grande crise financière. L'Allemagne, dont le modèle de croissance dépend de l'approvisionnement en gaz russe et du commerce avec la Chine, a toutefois fait face à une récession en 2023.

3. Comparaison des deux régimes d'inflation structurelle : la grande inflation des années 1970 et l'inflation des années 2020

Quels sont les moteurs d'une inflation structurelle ? Concernant l'inflation actuelle, Pisani-Ferry et Mahfouz (2022) en relèvent trois : le changement du contexte énergétique qui amplifie la transition accélérée vers une énergie décarbonée, la fragmentation croissante de l'économie mondiale nourrie

par les rivalités géopolitiques, la transformation du marché du travail marquée par les séquelles de la pandémie.

Concernant le premier point, la guerre en Ukraine marque la césure entre une période d'abondance d'énergies fossiles et une période de mutations des systèmes énergétiques. Il en est de même à l'égard de l'approvisionnement en minéraux critiques. Ce sont les enjeux de la mi-transition, entraînant une récurrence de chocs sur les approvisionnements en minéraux critiques et l'instabilité liée aux conflits entre la persistance des énergies fossiles et la progression des énergies décarbonées. De leur côté, les rivalités géopolitiques conduisent à une fragmentation de l'économie mondiale ne serait-ce que par l'urgence climatique qui va requérir la valorisation du carbone impliquant un effet inflationniste vis-à-vis de la cible d'une inflation à 2 %, mais aussi par un retour du protectionnisme découlant des chocs d'offre multiples que la politique monétaire ne saurait maîtriser.

Le troisième point concerne la transformation des emplois résultant des mutations dans les conditions de production. Cela pose des problèmes de formation professionnelle et de reconversion pour que les titulaires des emplois détruits ne se retrouvent pas exclus du marché du travail.

La grande inflation des années 1970 rencontre également des problèmes d'interprétation, car l'enchaînement inflationniste a résulté de l'imbrication des changements structurels dans les conditions de production et dans les comportements des agents. Les premiers déterminent les conditions structurelles de l'inflation. Les seconds sont liés aux endettements instables et aux comportements mimétiques qui sont responsables des amples

lors des deux crises inflationnistes, l'inflation était perçue comme transitoire et les banques centrales ont tardé à réagir

fluctuations conjoncturelles.

La productivité annuelle moyenne par heure dans l'ensemble de l'économie privée a progressé de 3,5 % sur 1947-66 et a fléchi à 1,7 % sur 1966-74⁶. Comment cela s'explique-t-il ?

Tout l'après Seconde Guerre mondiale a été dominé par la prépondérance écrasante des États-Unis. Après la fin de la guerre de Corée en 1952 et jusqu'à l'intensification de la guerre du Vietnam à la fin des années 1960 se développa le modèle socio-économique appelé fordisme, donnant un pouvoir important aux organisations de salariés sur le marché du travail, qui permit une élévation considérable des niveaux de vie. À partir de la création du marché commun européen en 1958, les entreprises américaines se développèrent en Europe, contribuant à une hausse continue des niveaux de vie.

La situation commença à se dégrader à la fin des années 1960. Des crises imbriquées que furent la dévaluation de la livre sterling en novembre 1967, l'intensification de la guerre du Vietnam, et enfin les bouleversements sociaux de 1968, en même temps que le président des États-Unis Lyndon Johnson

(6) Aglietta (1976).

poursuivait son projet de « Grande société », déclenchèrent le processus inflationniste qui mit fin au système de Bretton Woods en 1971. En renforçant la spirale salaires prix le processus inflationniste s'accéléra, alors que le rapport Meadows du club de Rome mettait l'accent sur les limites environnementales à la croissance. Il n'eut aucun écho chez les économistes ni chez les politiques. Dans ces conditions, il était impossible que les États-Unis puissent maintenir un prix du pétrole bas. Le dollar a baissé de 1970 à 1973, ce qui a amplifié la hausse des coûts de l'énergie, tout en accélérant la spirale salaires prix. L'OPEP en a profité, prenant la main sur le prix du pétrole. Au total, avec la hausse de 1974 et la reprise de la crise énergétique en 1978, le prix du pétrole a grimpé de 2 dollars le baril au début des années 1970 à 34 dollars en 1981.

Il fallut un changement politique radical pour mettre un terme au processus inflationniste avec l'arrivée au pouvoir de Reagan aux États-Unis et de Thatcher au Royaume-Uni, tous deux férus de la philosophie économique de Hayek qui assimilait le rôle de l'État à la sauvegarde des droits de propriété privée, laissant la conduite de la politique économique aux marchés financiers. Cette contre-révolution politique a autorisé le coup de force de Paul Volcker à la Fed qui a doublé les taux d'intérêt en 1980, provoquant deux récessions catastrophiques en 1981 et 1982. Le néolibéralisme était né.

Ressemblances et différences entre les deux grandes inflations (années 1970 et années 2020) : multiplicité de points de vue

Selon ING⁷, les banquiers centraux actuels sont hantés par la possibilité d'une deuxième crise énergétique, comme celle qui s'est produite en 1978, d'où leur extrême prudence vis-à-vis de l'adoucissement de leurs politiques restrictives. Quel pourrait être le catalyseur d'un second choc énergétique ? Certes, il est fort probable que l'inflation sera plus élevée et plus volatile que dans la précédente décennie, notamment à cause des pénuries de métaux rares et de l'urgence climatique. Il existe toutefois deux raisons de penser que de tels extrêmes peuvent être évités. L'une est le moindre pouvoir des syndicats de salariés sur la spirale salaires prix. L'autre est le caractère plus restrictif des politiques monétaires et budgétaires. Toutefois les pénuries de métaux rares sont une vulnérabilité de notre époque, notamment pour le développement des batteries liées aux véhicules électriques.

D'autres analystes ont des positions plus orientées vers le caractère improbable d'une répétition de l'inflation des années 1970. C'est le cas de Ben Carlson de Ritholtz Wealth Management LLC⁸, qui rappelle que la Fed mène une politique restrictive prolongée dans la hantise de ne pas répéter les erreurs des années 1970. À cette époque, en effet, les responsables de la politique économique au *Council of Economic Advisors* s'opposaient à une hausse des taux

d'intérêt, bien que l'inflation soit passée de moins de 2 % en 1960 à plus de 6 % en 1970. En outre, la Banque centrale n'était pas indépendante à l'époque. Quand le gouverneur de la Fed William McChesney Martin voulut monter le taux directeur en 1965, le Président Johnson s'y opposa. Ensuite Arthur Burns, gouverneur de la Fed de 1970 à 1978, considérait que la Fed ne pouvait pas faire grand-chose contre l'inflation, alors qu'elle était montée de 7 % l'an à 12,3 %. En effet, les présidents des États-Unis, Gérald Ford puis Jimmy Carter, reconnurent que l'inflation progressait, mais affirmaient que l'emploi était plus important. C'est pourquoi il fallut attendre l'arrivée au pouvoir de Ronald Reagan pour permettre le coup de force de Paul Volcker. Dans la période récente, il est vrai qu'après la pandémie, Jérôme Powell et le conseil de politique monétaire de la Fed ont considéré que le retour à l'emploi était leur priorité. C'est pourquoi ils ont sous-estimé initialement le retour de l'inflation. Mais ils ont su et pu réviser leurs priorités. C'est pourquoi Ben Carlson pense qu'un retour du processus des années 1970 est peu probable malgré le contexte géopolitique hostile.

Alfred Kammer du FMI⁹ donne un satisfecit aux banques centrales qui ont relevé leurs taux directeurs de concert résolument, ce qui a fait baisser les taux d'inflation remarquablement à partir des niveaux très élevés de 2022. Selon son scénario central, l'inflation pourrait retourner à sa cible en 2025, mais il reconnaît toutefois qu'il y a des risques dans les deux sens, haussiers si les salaires nominaux cherchent à récupérer une partie des pertes sur le revenu réel des salariés, baissiers si les hausses passées de taux d'intérêt se transmettent à la demande plus vite qu'anticipé. C'est pourquoi la politique monétaire doit demeurer étroitement dépendante des données. En effet, lorsque le temps arrive d'une baisse des taux d'intérêt, il faut éviter d'être contraint à un retour en arrière. Pour être maîtrisée, l'urgence requiert la patience.

Conclusion

La crise inflationniste des années 1970 montre que, bien que les banques centrales aient peu d'emprise sur un choc d'offre, la succession de chocs transitoires peut désancrer les anticipations et maintenir l'inflation à des niveaux élevés. Selon le FMI¹⁰, les épisodes passés d'inflation élevée sur une période prolongée ont nécessité près de trois ans pour que les attentes à court terme reviennent aux niveaux antérieurs à l'épisode. Agir vigoureusement risque d'avoir un effet négatif sur l'économie et exercer des pressions déflationnistes. Les banques centrales ont basculé depuis les années 1980 dans un régime de ciblage d'inflation et leur crédibilité dépend de leur capacité à maintenir l'inflation à la cible. La pression politique

(7) ING (2023).

(8) Carlson (2022).

(9) FMI (2023a).

(10) FMI (2023b).

reste forte pour respecter leur mandat. La reprise économique après la pandémie et les chocs de coûts en 2022 ont fortement poussé à la hausse les anticipations à court terme dans de nombreuses économies. Cependant, les attentes à long terme sont restées globalement ancrées.

La politique monétaire actuelle est effective avec une inflation perdant de la vigueur et des anticipations d'inflation à moyen terme revenant progressivement à la cible, surtout en zone euro. Les changements structurels néanmoins questionnent les perspectives d'inflation au cours de la décennie à venir. Le recul de la mondialisation, le vieillissement de la population en Chine et l'arrivée progressive des baby-boomers à la retraite génèrent des risques haussiers sur l'inflation. La pénurie de main-d'œuvre à venir fait écho aux années 1970 avant que la situation ne s'inverse dans les années 1980. Elle s'explique par l'entrée dans la vie active des baby-boomers et l'intégration économique de la Chine ayant un effet désinflationniste sur les salaires au cours des quatre dernières décennies. Un risque de géo-fragmentation et la transition énergétique sont d'autres facteurs qui redéfinissent l'évolution à venir de l'inflation. La transition climatique pose également des risques de pressions inflationnistes prolongées et interroge sur la capacité des banques centrales à maintenir une cible de 2 %.

Dans cette conclusion nous annonçons, sans les développer, les problèmes qui se présentent à nos sociétés pour parvenir à un nouveau pacte social capable de maintenir les sociétés dans les limites planétaires¹¹. Quatre limites étaient d'ores et déjà franchies : changement climatique, érosion de la biodiversité, perturbations des cycles de l'azote et du phosphore. Par ailleurs, l'aggravation des inégalités sociales et de la pauvreté à l'intérieur et entre les pays a conduit les Nations Unies à se préoccuper de relier la poursuite du développement durable aux seuils sociaux minimaux de *biens premiers* (au premier chef éducation et santé, logement décent et environnement sain), donc de biens communs, dont nul ne doit être privé dans une société attachée à la promotion de la justice sociale et de l'équité. Ce principe de précaution s'oppose au néolibéralisme qui poursuit les objectifs du lobby du carbone. Une planification stratégique des entités souveraines est indispensable pour donner le sens du temps long et pour intégrer étroitement l'atténuation des gaz à effet de serre et l'adaptation aux risques climatiques en donnant priorité à l'équité et à l'inclusion pour une transition juste.

(11) Les limites planétaires sont des plafonds écologiques au-delà desquels des bifurcations entraînant des dynamiques divergentes peuvent se produire. Il en résulte des pertes d'efficacité des puits de carbone terrestres et océaniques. Ces limites sont incertaines, ainsi que les implications régionales de limites globales.

Quel est le défi de la cible d'inflation à 2 % dans le contexte de transition énergétique ? La politique monétaire ne peut être conduite sans prise en compte de l'enjeu de la neutralité carbone à

la politique monétaire ne peut être conduite sans prise en compte de l'enjeu de la neutralité carbone à long terme

long terme, impliquant nécessairement une coordination entre politique budgétaire et politique monétaire. La politique monétaire est certes critique pour faire baisser l'inflation. Mais la planification écologique à long terme implique que la politique monétaire soit coordonnée à la politique budgétaire, car l'incertitude radicale inhérente au risque de mi-transition rend une action publique forte indispensable par une planification stratégique sous l'égide

des gouvernements associant les banques centrales.

Cette imbrication remet en cause radicalement l'ère néolibérale dont nous avons hérité et dont il est urgent de sortir. La préservation des biens communs de la planète devient prépondérante au point de mettre en cause la poursuite de l'accumulation capitaliste. Il reviendra aux générations futures d'appréhender ce nouveau monde.

les changements structurels néanmoins questionnent les perspectives d'inflation au cours de la décennie à venir

Références

- Aglietta, M. (1976). Monnaie et inflation. *Économie et Statistique*, n° 77, avril.
- Ari, A., Mulas-Granados, C., Mylonas, V., Ratnovski, L. & Zhao, W. (2023). One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts. *IMF Working Paper*.
- BIS (2022). Annual Economic Report, chapter 2 « Inflation: A look under the hood ». *Bank for International Settlements*.
- Blinder, A.S. (1982). The Anatomy of Double-Digit Inflation in the 1970s. *National Bureau of Economic Research*.
- Borio, C. (2012). The financial cycle and macroeconomics : what have we learnt ?, *BIS Working Paper*, n° 395, décembre.
- Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt ?, *Journal of Banking and Finance*, vol. 45, p. 182-198.
- Carlson, B. (2022). Why Today's Inflation is Not a Repeat of the 1970s. *A Wealth of Common Sense*, novembre.
- FMI (2023a). Restoring Price Stability and Securing Strong and Green Growth. *Regional Economic Outlook: Europe*, novembre.
- FMI (2023b). Managing Expectations: Inflation and Monetary Policy. *World Economic Outlook*, chapter 2.
- ING (2023). Inflation's Second Wave: Are we Really Watching a 70s Rerun?, 30 août.
- Meadows, D.H., Meadows, D.L., Randers, J., Behrens III, W. (1972). *The limits to growth. A report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind*. Potomac Associates Book.
- Nelson, E. (2022). How Did It Happen?: The Great Inflation of the 1970s and Lessons for Today. *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board.
- Pisani-Ferry, J. & Mahfouz, S. (2022). L'action climatique : un enjeu macroéconomique. *Note d'analyse France Stratégie*, n° 114, novembre.
- Summers, L. (2021). Biden's Covid Stimulus Plan is Admirably Ambitious. But it Brings Some Risks, Too. *Washington Post*.
- Zweifel, P. (2020). Covid and the Spectre of Stagflation. *Pictet Asset Management*.

À propos des auteurs

Michel Aglietta est conseiller scientifique au CEPII et professeur émérite à l'université Paris Nanterre.

Sabrina Khanniche est économiste senior à Pictet Asset Management.

Contact : michel.aglietta@cepii.fr – skhanniche@pictet.com

Policy Brief



© CEPII, PARIS, 2024

Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
20, avenue de Ségur
TSA 10726
75334 Paris Cedex 07

contact@cepii.fr
www.cepii.fr – [@CEPII_Paris](https://twitter.com/CEPII_Paris)
Contact presse : presse@cepii.fr

CEPII Policy Brief

Les réflexions du CEPII sur la politique économique internationale

Le CEPII (Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales) est le principal centre français d'étude et de recherche en économie internationale. Les analyses et études du Centre contribuent au débat public et à la formulation des politiques économiques en matière de politique commerciale, compétitivité, macroéconomie, finance internationale et croissance.

RÉDACTEUR EN CHEF :
VINCENT VICARD

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
ANTOINE BOUËT

RÉALISATION :
LAURE BOIVIN

ISSN 2270-258X

Juillet 2024

Pour s'inscrire à
La Newsletter du CEPII :
www.cepii.fr/Resterinforme

Tous droits réservés. Les opinions exprimées dans cette publication sont celles de l'auteur ou des auteurs uniquement.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

