

Le retour de l'inflation: quelles en sont les causes?


Bruno De Backer, Arnoud Stevens et Hélène Zimmer | BNB |
Séminaire pour enseignants

5 octobre 2022

Structure de la présentation

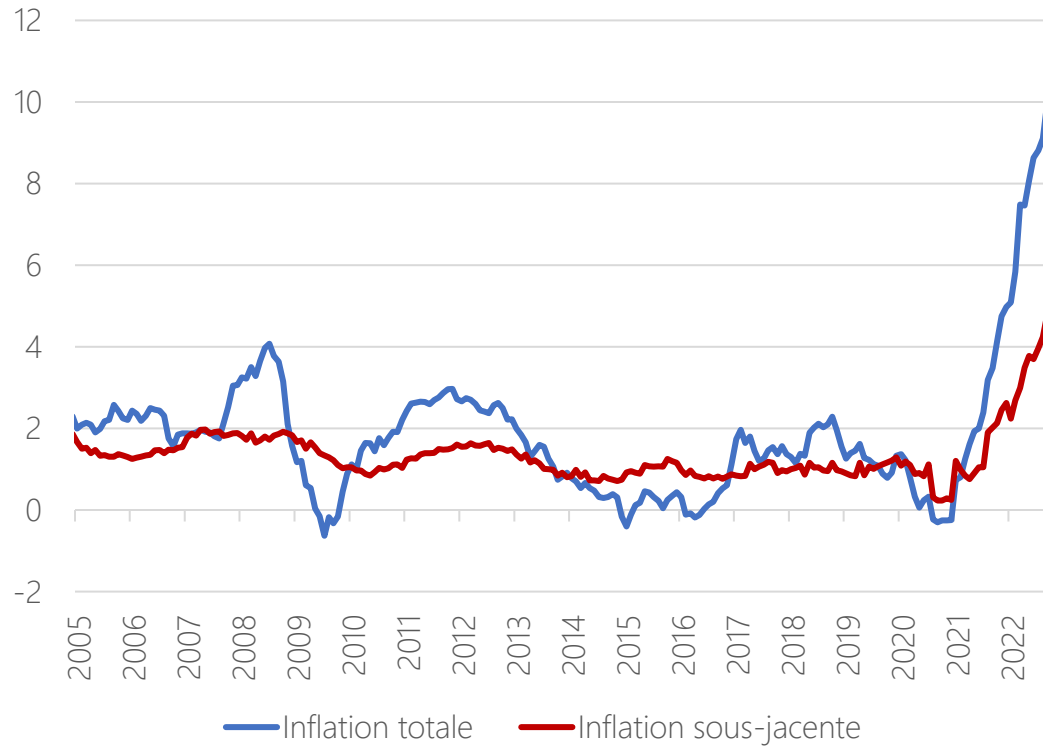
 État des lieux

 Causes de l'inflation élevée

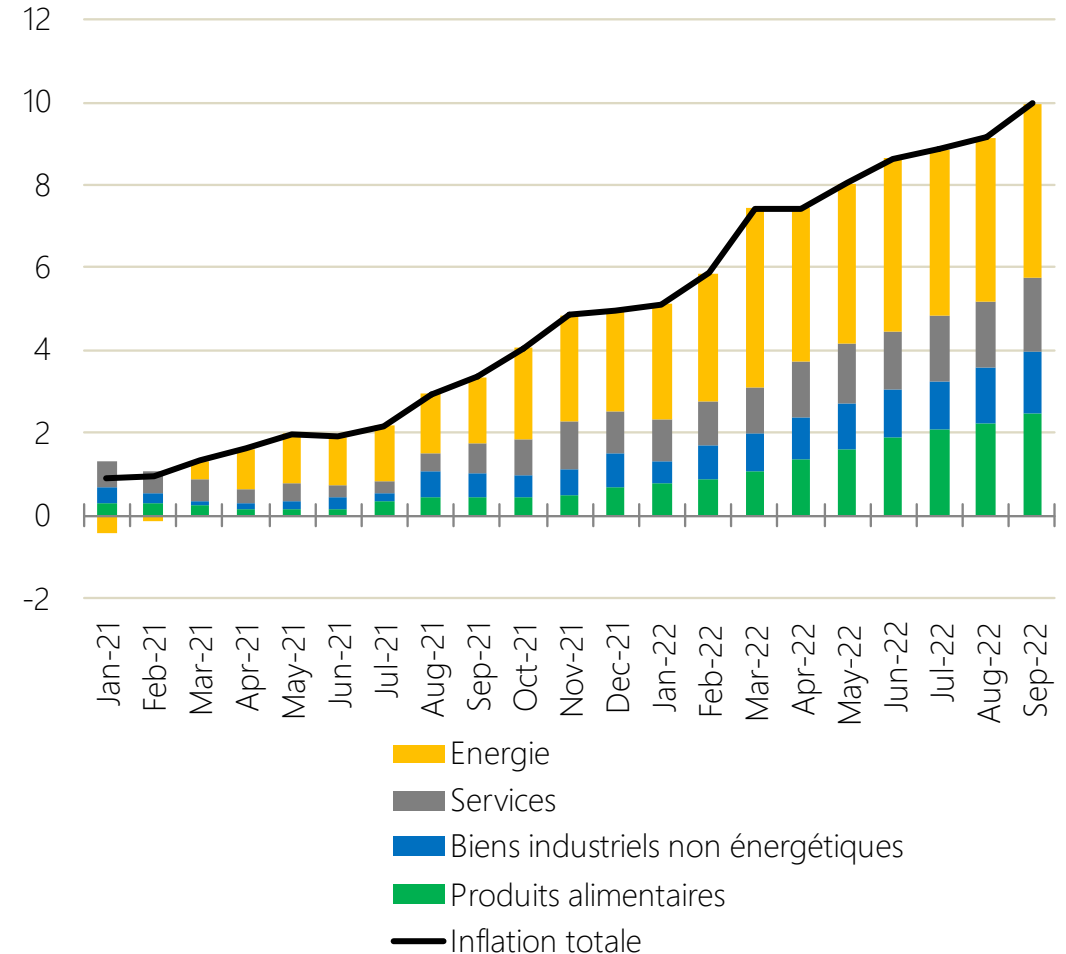
 Réponse optimale de la politique monétaire

L'inflation bat tous les records


Inflation totale et inflation sous-jacente (IPCH, variation à un an d'écart en %)




Décomposition de l'inflation totale (en points de pourcentage)



Structure de la présentation

 État des lieux

 Causes de l'inflation élevée

 Réponse optimale de la politique monétaire

La courbe de Phillips (néo-keynésienne): trois sources d'inflation

$$\pi_t = f(\underbrace{x_t}_{1}, \underbrace{u_t}_{2}, \underbrace{\pi_t^e}_{3})$$

The equation shows the inflation rate π_t as a function of three variables: x_t , u_t , and π_t^e . Each variable is enclosed in a bracket, and a red plus sign is placed above each bracket. Below each bracket is a circle containing a number: 1 for x_t , 2 for u_t , and 3 for π_t^e .

La courbe de Phillips (néo-keynésienne): trois sources d'inflation

$$\pi_t = f(\overset{+}{x_t}, \overset{+}{u_t}, \overset{+}{\pi_t^e})$$

1 2 3

L' «output gap»:

- Déviation de l'activité économique de son potentiel
- Inflation attisée par la demande

Chocs de «cost-push» ou «markup»:

- Hausse des coûts de production, ou hausse des marges
- Inflation attisée par l'offre

Les attentes d'inflation:

- Une hausse attendue de l'inflation implique une hausse instantanée de l'inflation, et inversement
- Risque d'auto-alimentation de l'inflation

La courbe de Phillips (néo-keynésienne): trois sources d'inflation

$$\pi_t = f(\overset{+}{x_t}, \overset{+}{u_t}, \overset{+}{\pi_t^e})$$

1 2 3

L' «output gap»:

- Déviation de l'activité économique de son potentiel
- Inflation attisée par la demande

Chocs de «cost-push» ou «markup»:

- Hausse des coûts de production, ou hausse des marges
- Inflation attisée par l'offre

Les attentes d'inflation:

- Une hausse attendue de l'inflation implique une hausse instantanée de l'inflation, et inversement
- Risque d'auto-alimentation de l'inflation

La courbe de Phillips (néo-keynésienne): trois sources d'inflation

$$\pi_t = f(\overset{+}{x_t}, \overset{+}{u_t}, \overset{+}{\pi_t^e})$$

1 2 3

L' «output gap»:

- Déviation de l'activité économique de son potentiel
- Inflation attisée par la demande

Chocs de «cost-push» ou «markup»:

- Hausse des coûts de production, ou hausse des marges
- Inflation attisée par l'offre

Les attentes d'inflation:

- Une hausse attendue de l'inflation implique une hausse instantanée de l'inflation, et inversement
- Risque d'auto-alimentation de l'inflation

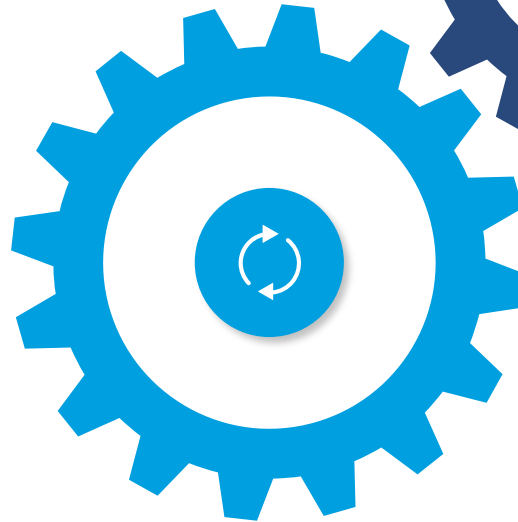
Trois sources d'inflation

$$\uparrow \pi_t = f(\uparrow x_t, u_t, \pi_t^e)$$

Inflation par la demande



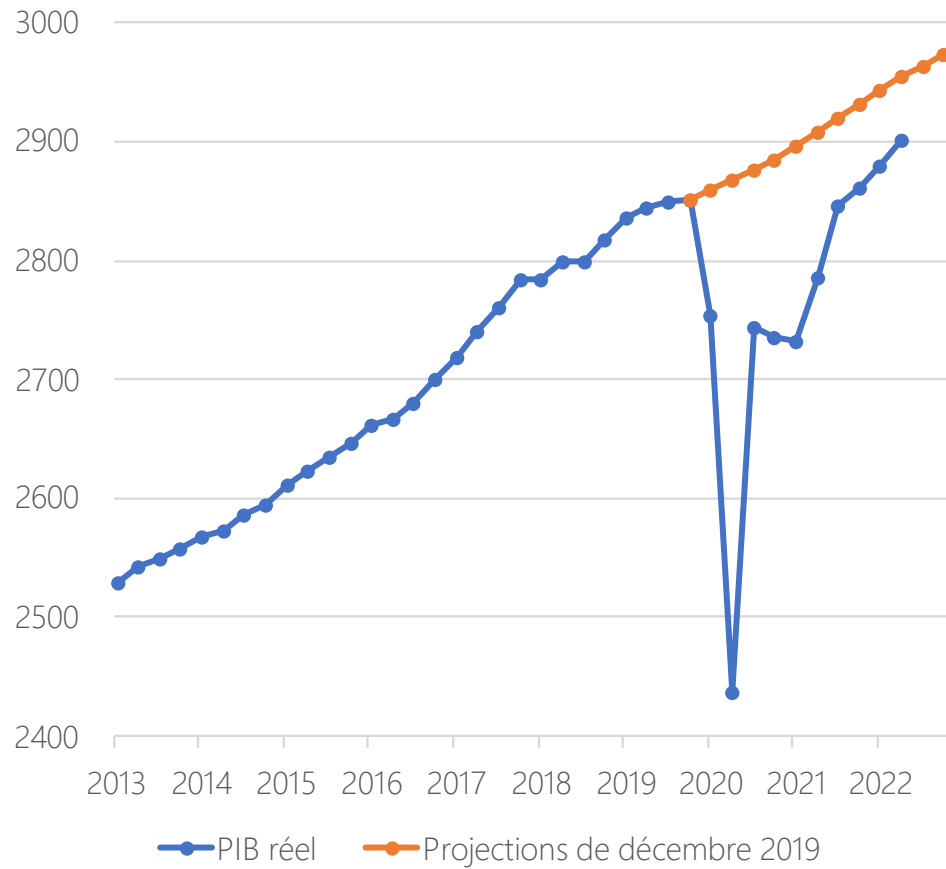
Inflation auto-alimentée



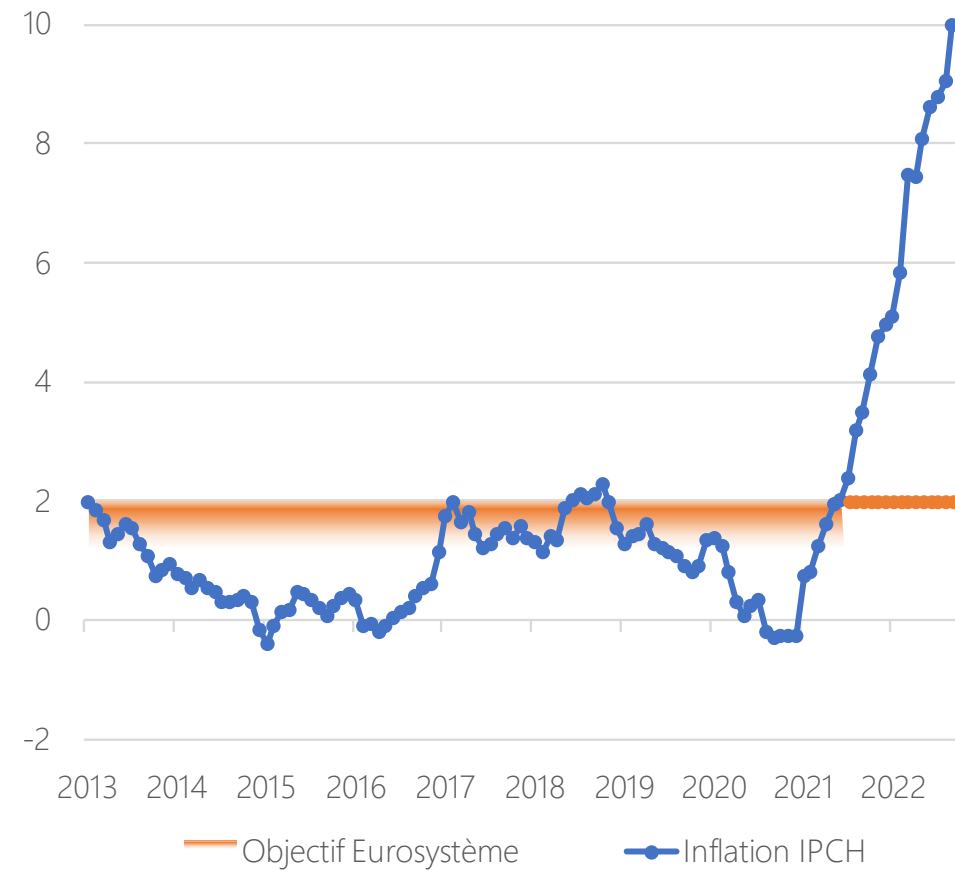
Inflation par les coûts

Une forte reprise de la demande suite à la crise du COVID-19

PIB réel de la zone euro (milliards d'euros)

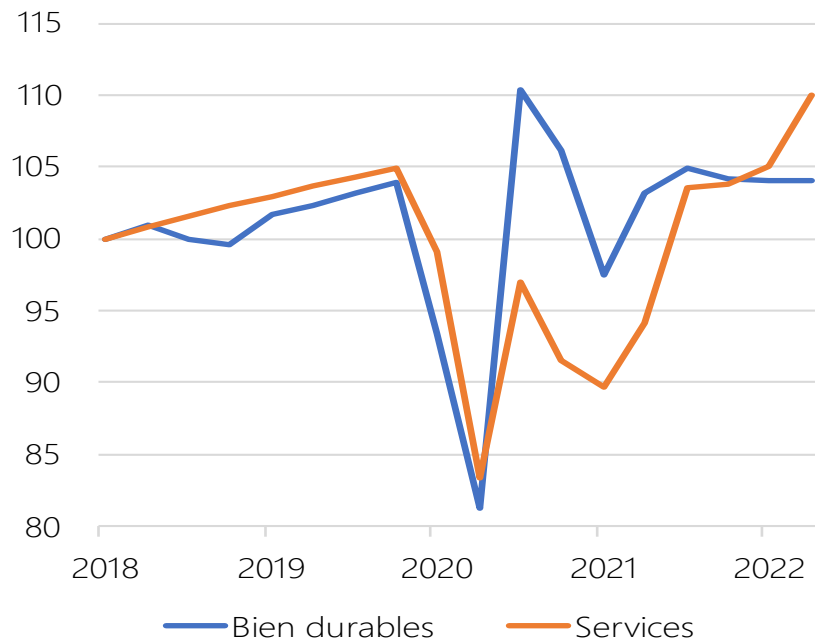


Inflation dans la zone euro (IPCH, variation à un an d'écart en %)

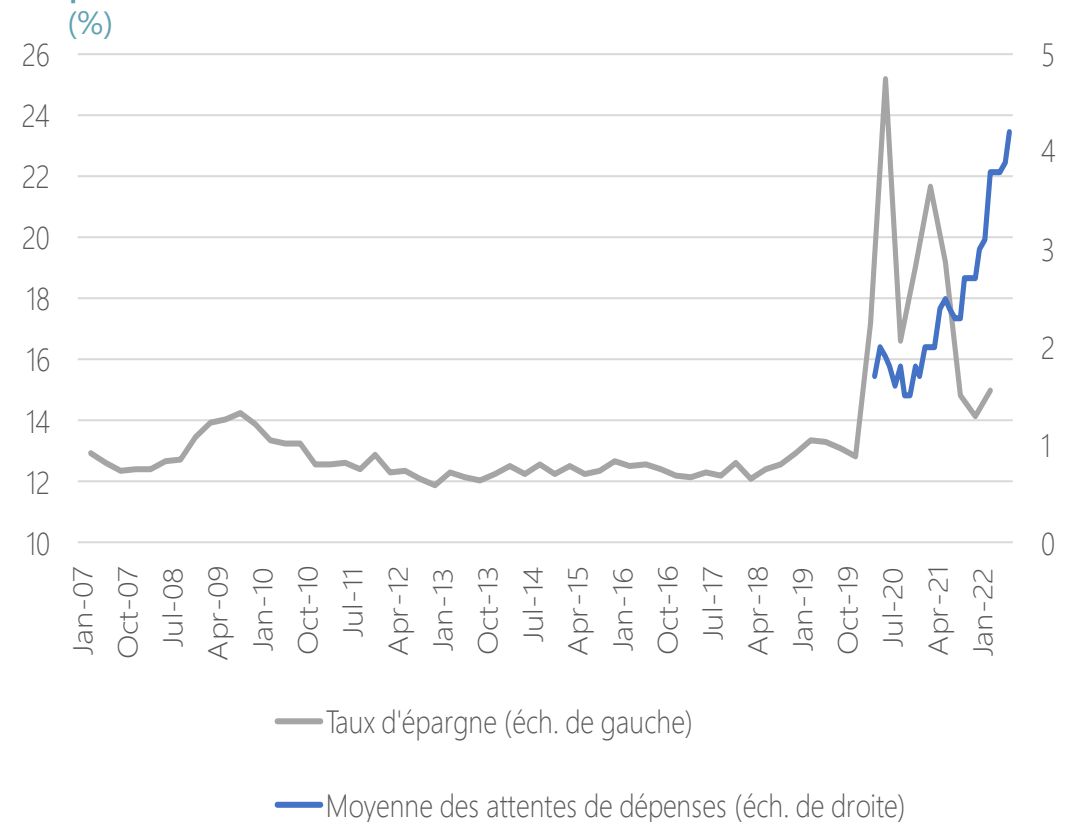


Déplacement temporaire de la demande vers les biens et effets de demande refoulée

Consommation de biens durables et de services dans la zone euro (2018T1 = 100)



Taux d'épargne dans la zone euro et dépenses attendues des ménages au cours des 12 prochains mois¹

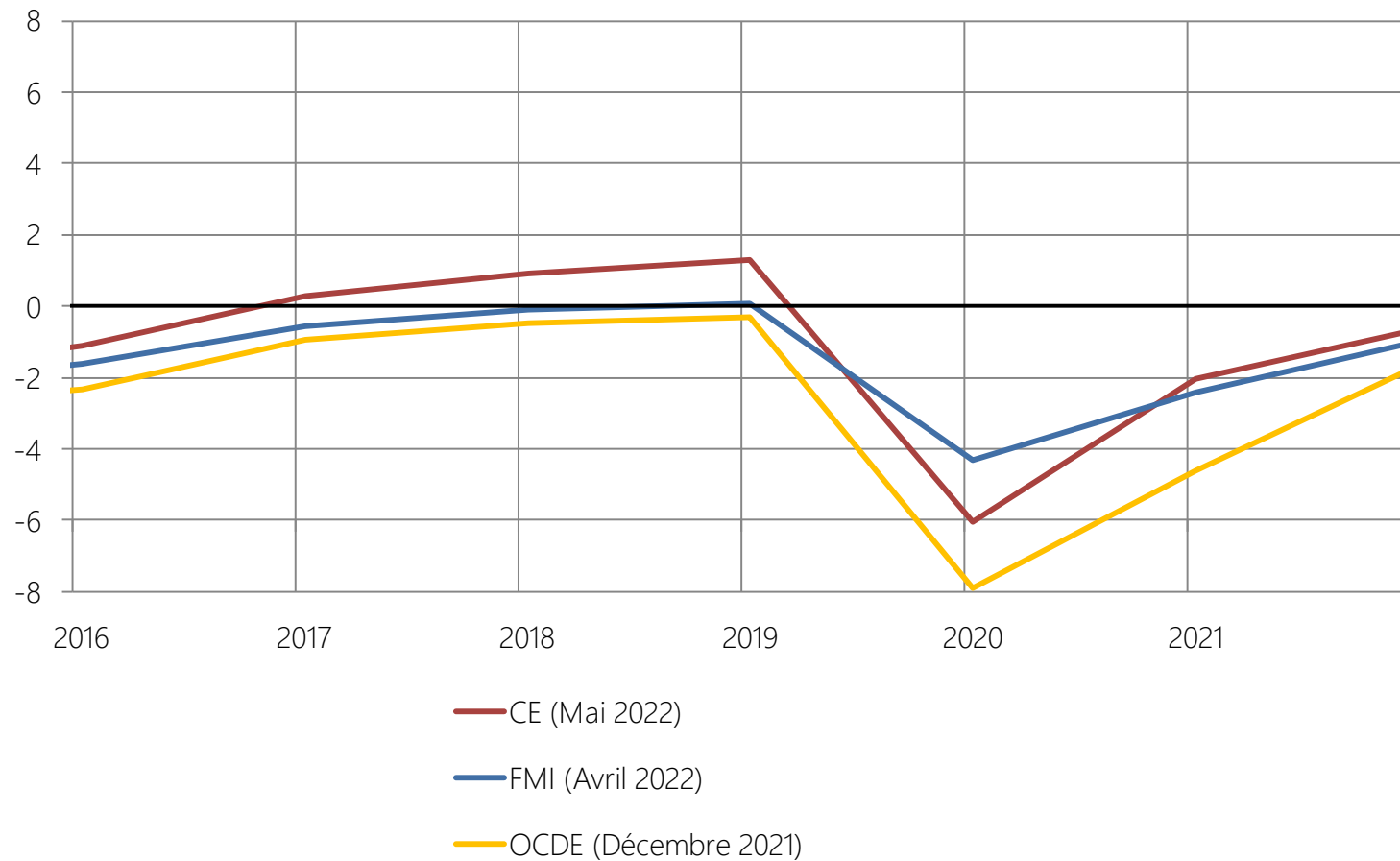


Sources: Eurostat, BCE (Consumer Expectations Survey).

¹ Variation des dépenses en % (« De quel pourcentage pensez-vous que les dépenses de votre ménage pour tous les biens et services vont changer au cours des 12 prochains mois par rapport à vos dépenses des 12 derniers mois ? »).

L' «output gap» reste toujours négatif: d'autres facteurs doivent expliquer le niveau élevé de l'inflation

Mesures capacité excédentaire (output gap, en % de l'output potentiel estimé)



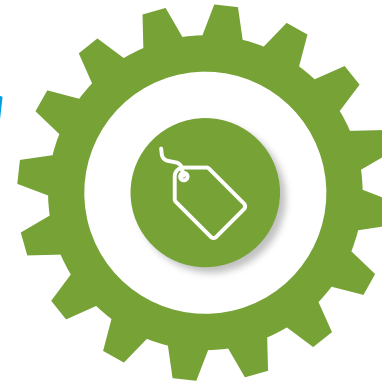
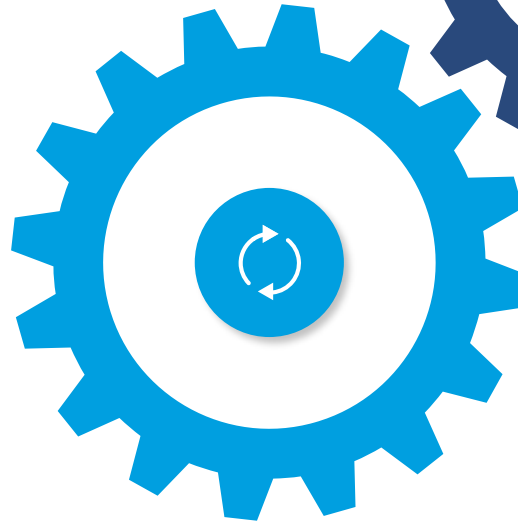
Trois sources d'inflation

$$\uparrow \pi_t = f(x_t, \uparrow u_t, \pi_t^e)$$

Inflation par la demande



Inflation auto-alimentée

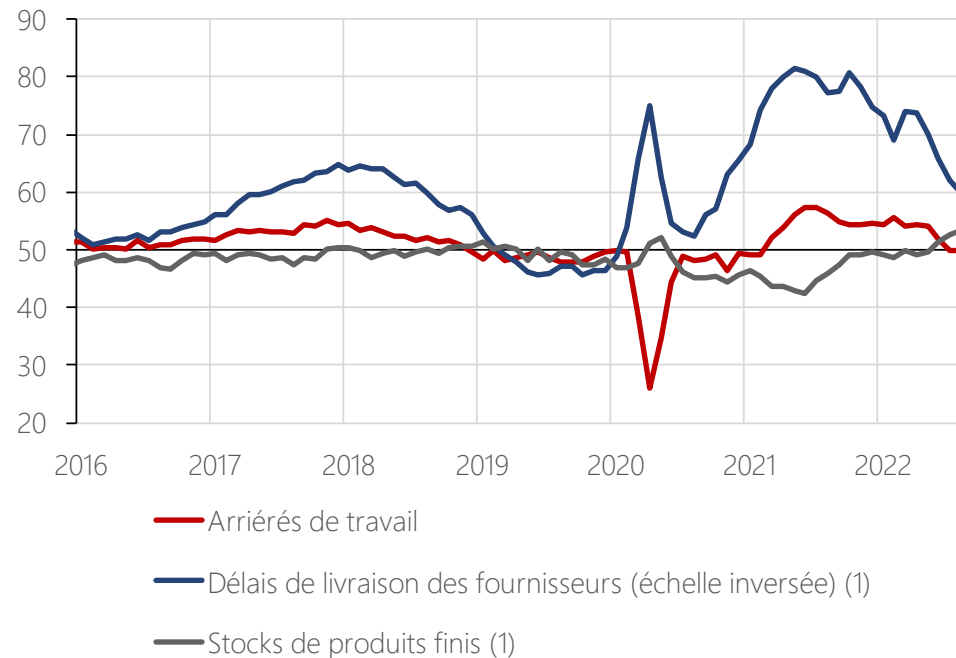


Inflation par les coûts

Les difficultés d'approvisionnement ont poussé les prix à la hausse...

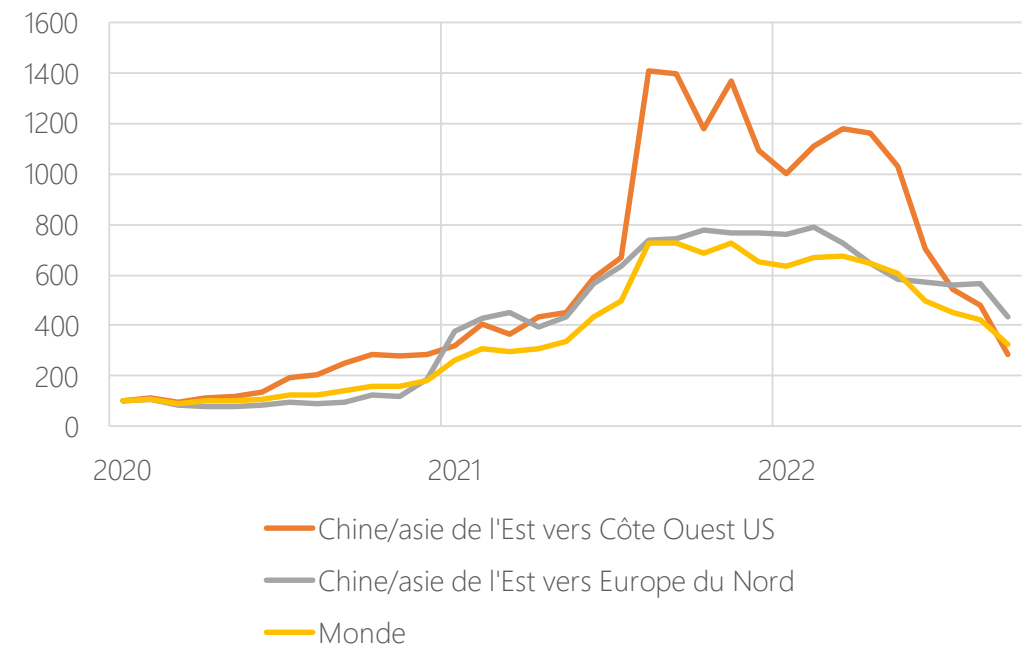
Indicateurs du Purchasing Managers Index (PMI)

(score 50 = pas de changement)



Coût du transport par conteneur

(indice janvier 2020 = 100)



...notamment ceux de l'énergie et des matières premières, alimentés par la guerre en Ukraine

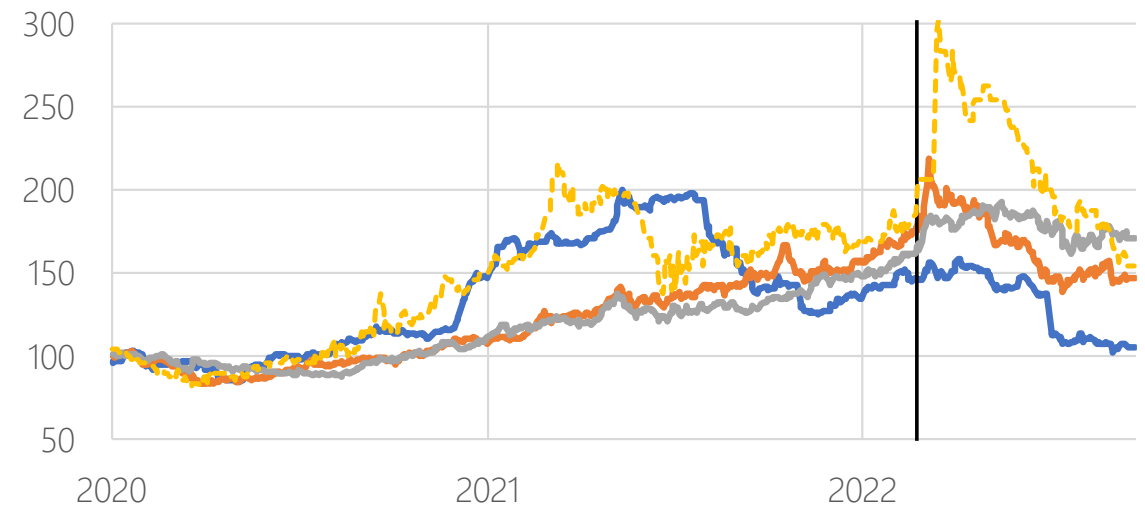
Prix des matières premières énergétiques



- Gaz TTF (euro/MWh, éch. de gauche)
- Pétrole Brent (euro/baril, éch. de droite)

Autres matières premières

(indice janvier 2020 = 100)



- Minerai de fer et ferraille d'acier
- Métaux non ferreux
- Matières premières alimentaires
- p.m. Huile de tournesol

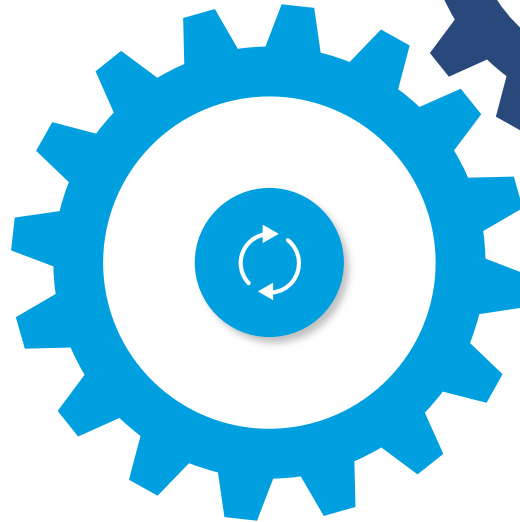
Trois sources d'inflation

$$\uparrow \pi_t = f(x_t, u_t, \uparrow \pi_t^e)$$

Inflation par la demande



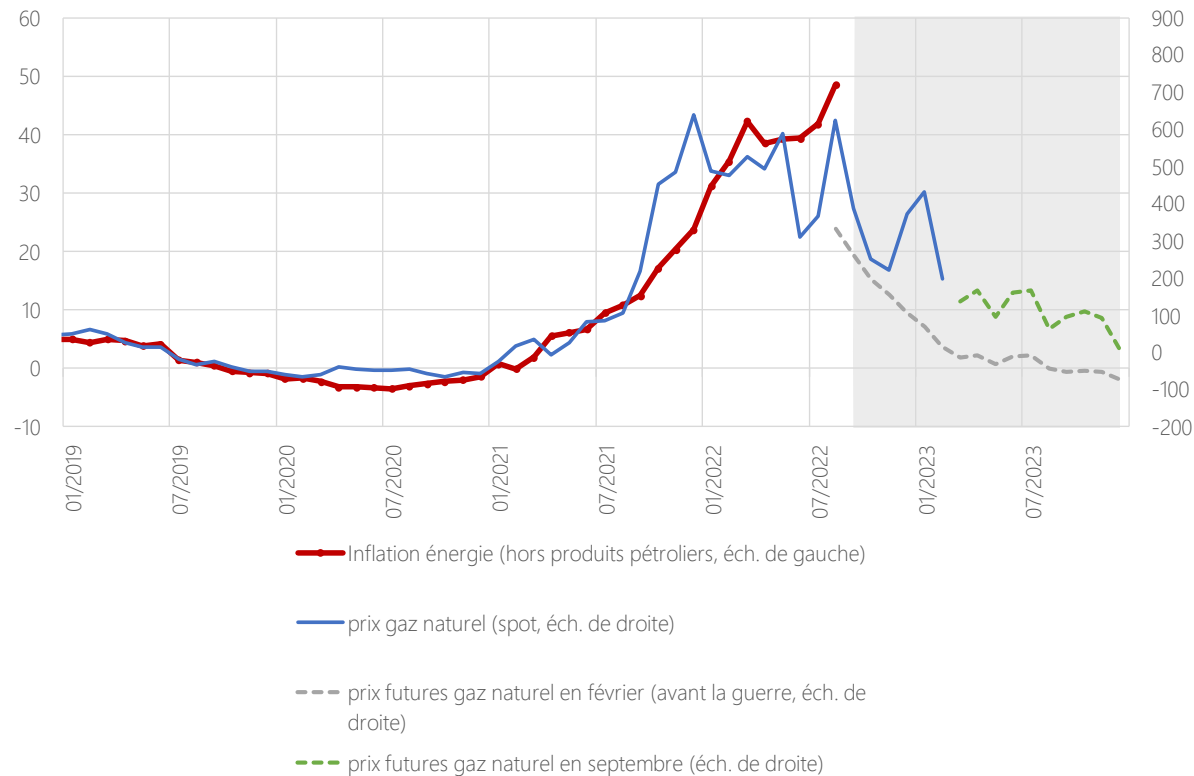
Inflation auto-alimentée



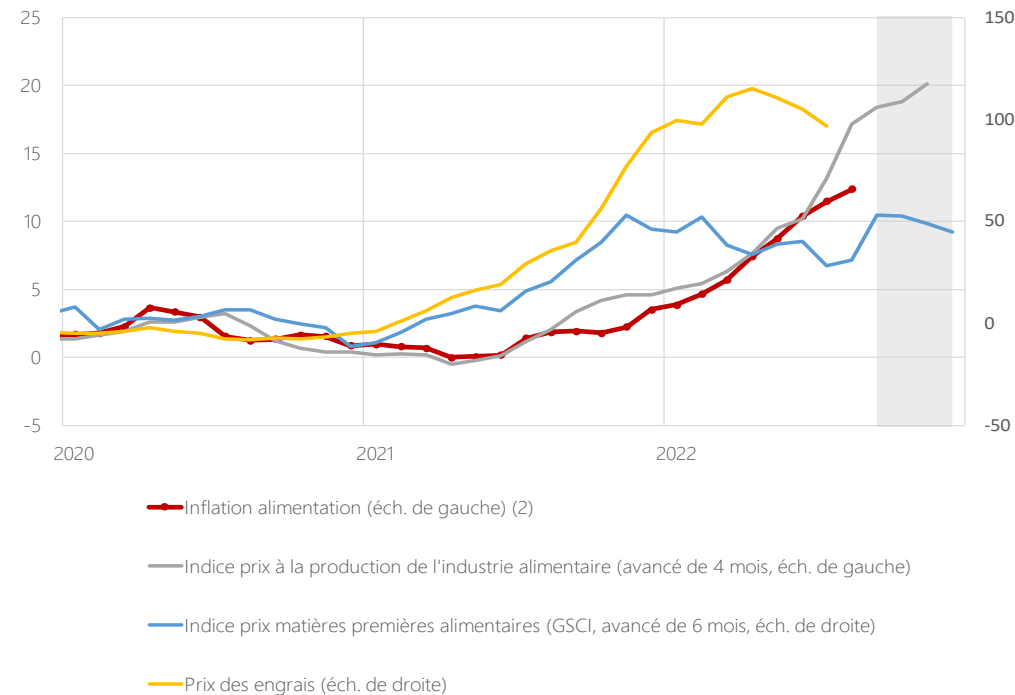
Inflation par les coûts

Les pressions inflationnistes restent élevées à court terme

Pressions sur les prix de l'énergie¹ (variation annuelle en %)

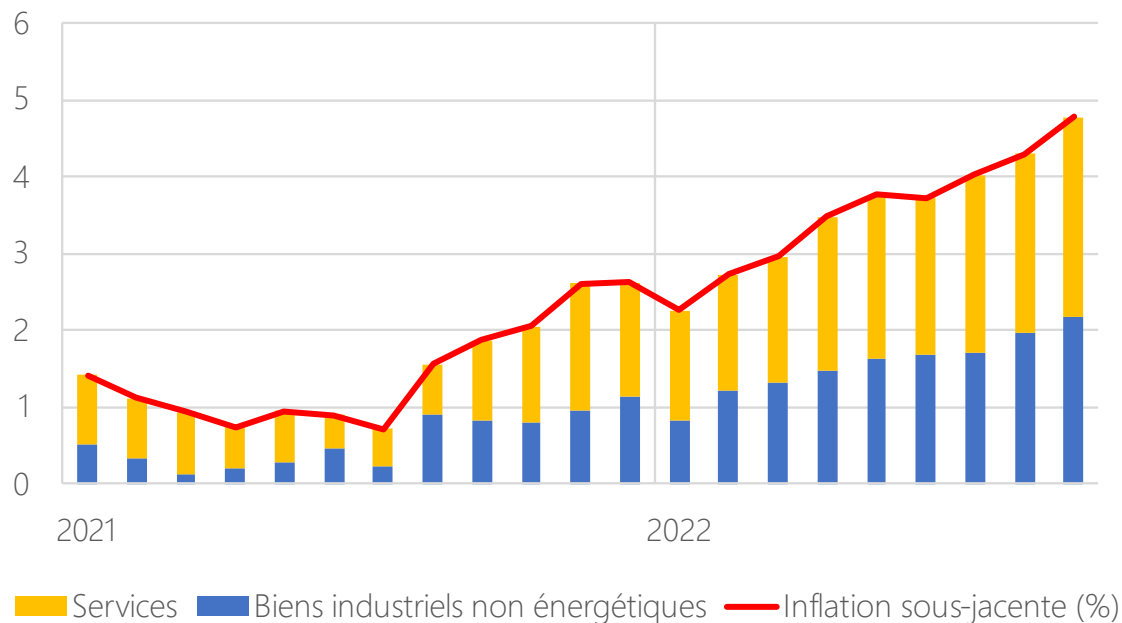


Pressions sur les prix alimentaires² (variation annuelle en %)

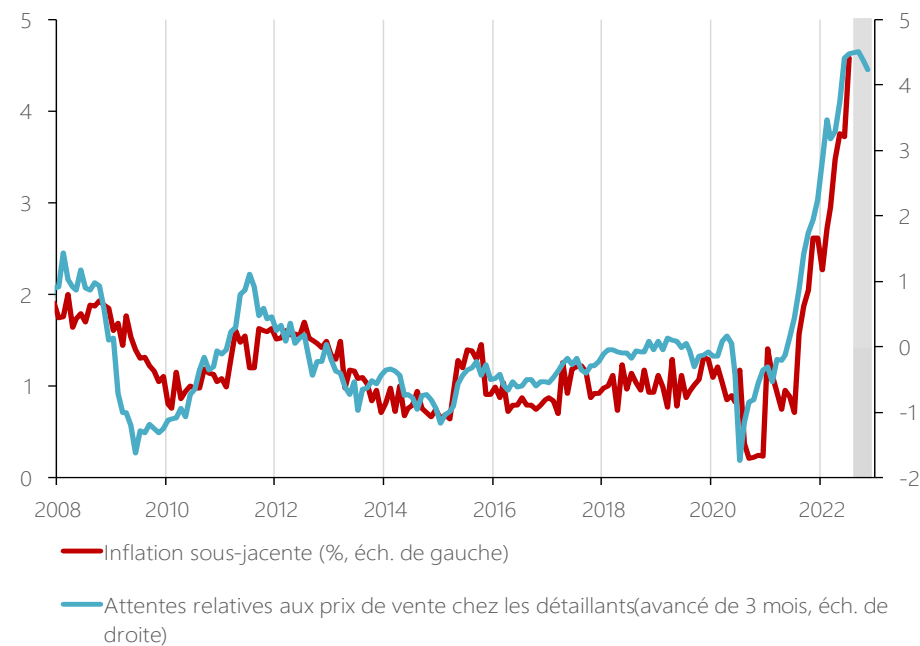


La hausse du coût de la vie s'étend

Décomposition de l'inflation sous-jacente (en points de %)



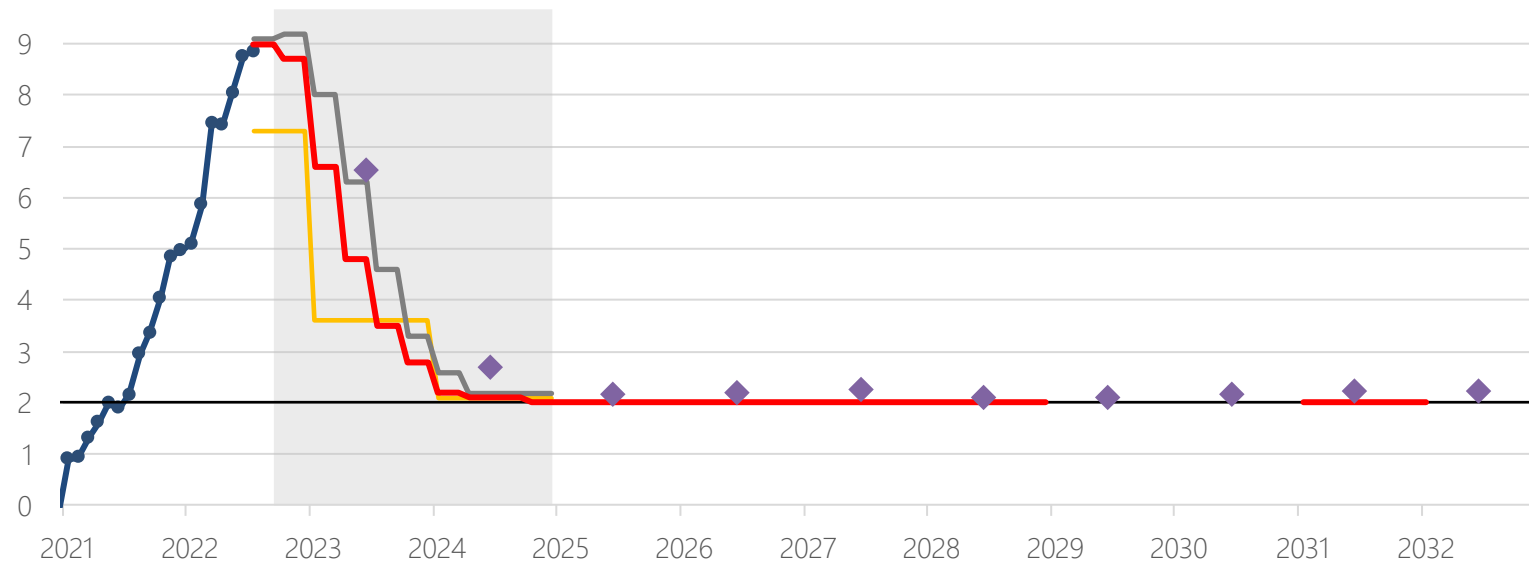
Inflation sous-jacente et attentes relatives aux prix de vente¹ (en %)



Pour l'instant, les tendances centrales des anticipations d'inflation à long terme restent ancrées...

Attentes d'inflation

(%)



Horizon prévision

Inflation IPCH

Taux forward ILS à un an (8 septembre)

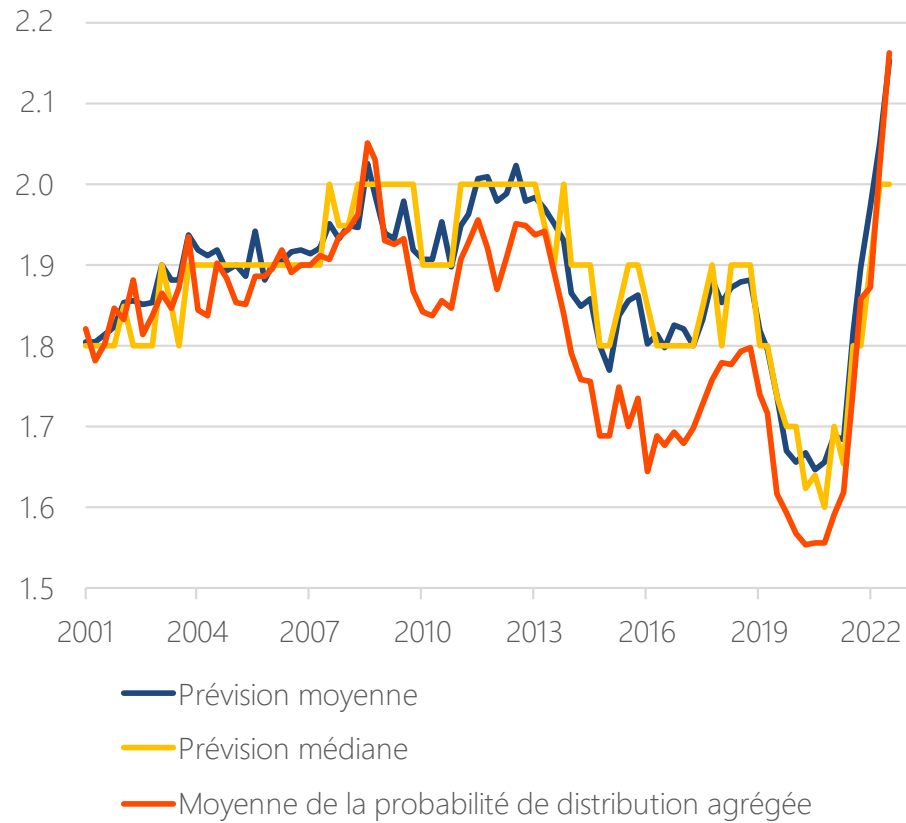
SPF 2022T3

Prévision BCE septembre 2022

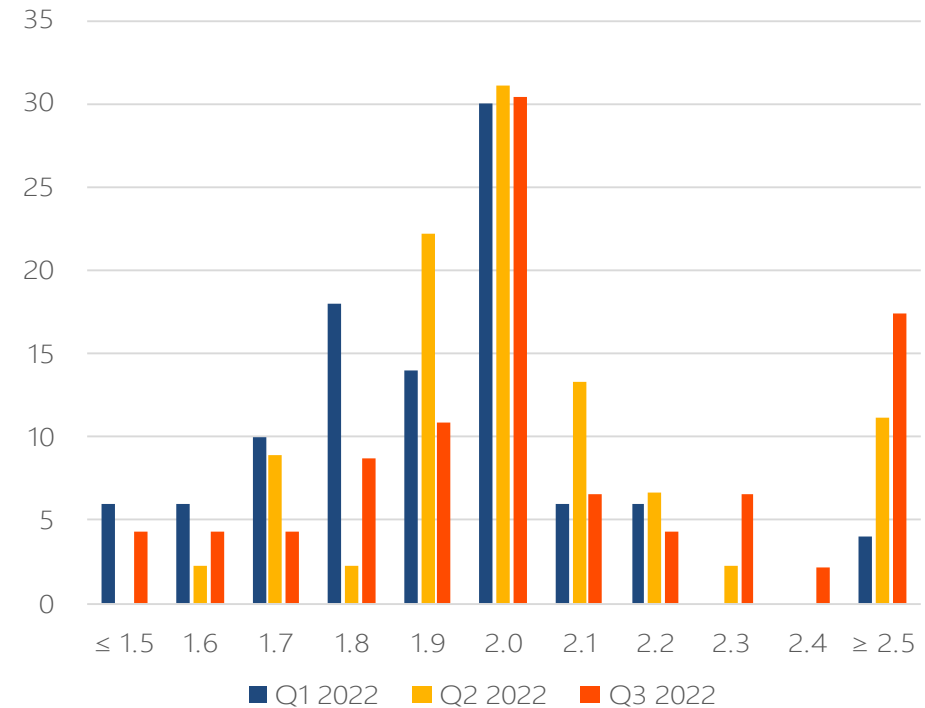
SMA septembre 2022

... mais les distributions d'attentes d'inflation à long terme se sont légèrement déplacées vers la droite

Attentes d'inflation à long terme (%)

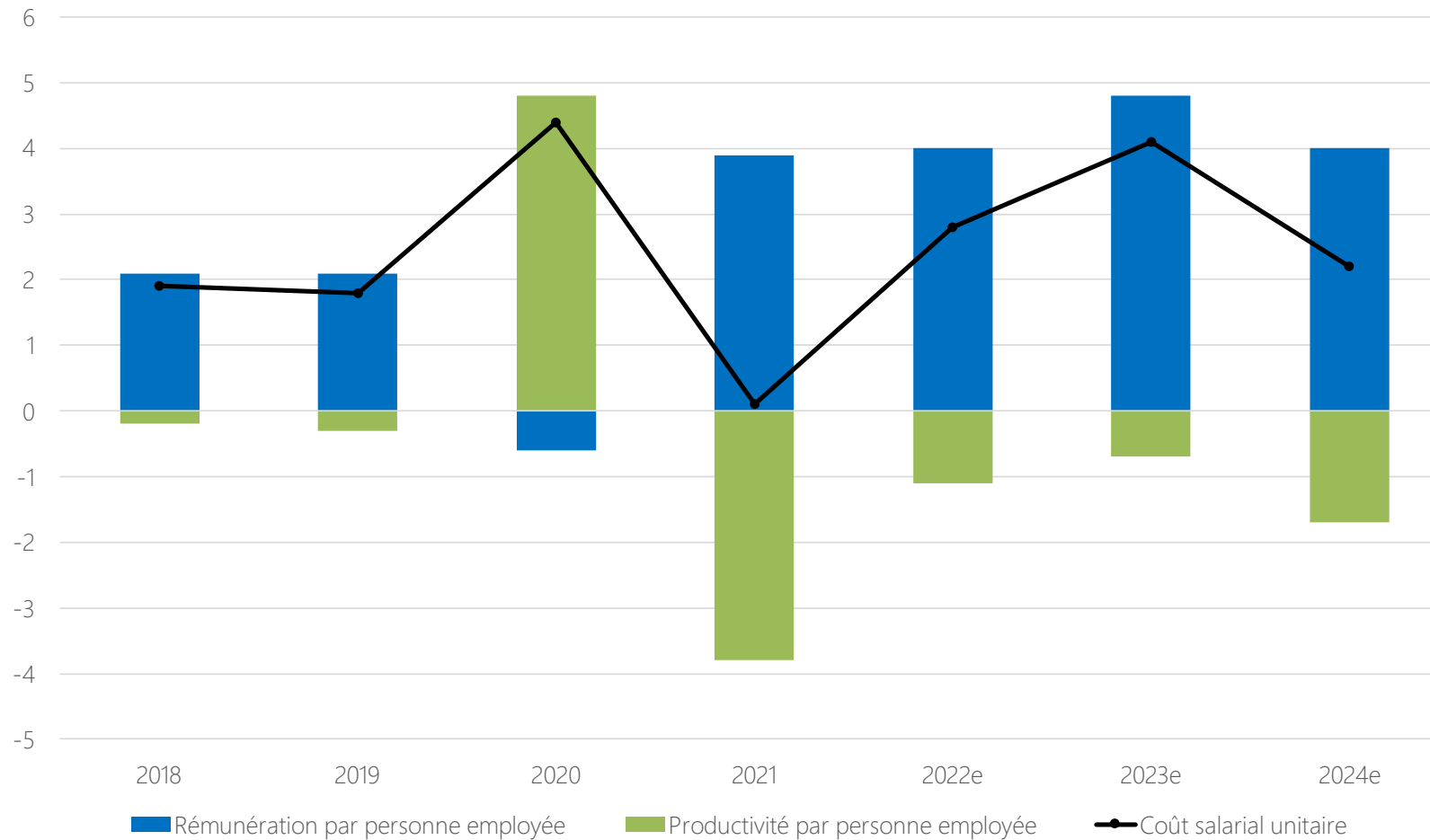


Distribution des prévisions à long terme (%)



L'évolution des coûts salariaux n'indique pas d'effets de second tour significatifs

Décomposition des coûts salariaux unitaires (variation en %)



Source: BCE (prévisions septembre 2022).

Note: e = estimation. Coût salarial unitaire \approx Rémunération par personne – productivité par personne. En 2021, la productivité croît mais tire le coût salarial unitaire à la baisse.

Structure de la présentation



État des lieux



Causes de l'inflation élevée



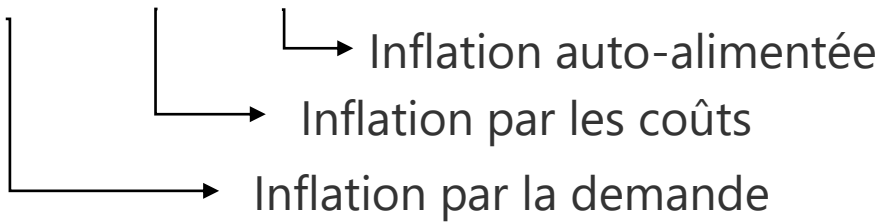
Réponse optimale de la politique monétaire

La réaction de la politique monétaire devrait dépendre de la source de l'inflation

La courbe de Phillips: trois sources d'inflation

$$\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$$

+ + +




Inflation auto-alimentée
Inflation par les coûts
Inflation par la demande

La politique monétaire influence l'inflation par la demande

$$\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$$

↑(↓) ↑(↓)



L'inflation par la demande nécessite une stabilisation par la demande

Inflation par la demande: $x_t \uparrow \Rightarrow \pi_t \uparrow$

$$\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$$

\uparrow \uparrow

L'inflation par la demande nécessite une stabilisation par la demande

Inflation par la demande: $x_t \uparrow \Rightarrow \pi_t \uparrow$

La PM peut réduire à la fois l'output et l'inflation en augmentant le taux d'intérêt (~ "Divine Coincidence")

$$\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$$

↑	↑
↓	↓
—	—
=	=



Réaction politique optimale: Resserrement pour stabiliser la demande et l'inflation

L'inflation par les coûts suggère de négliger le choc

Inflation par les coûts: $u_t \uparrow \Rightarrow \pi_t \uparrow$

$$\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$$

$\uparrow \qquad \qquad \qquad \uparrow$

L'inflation par les coûts suggère de négliger le choc

Inflation par les coûts: $u_t \uparrow \Rightarrow \pi_t \uparrow$

La PM est confrontée à un *trade-off*:

- Soit réduire l'inflation en provoquant une contraction de la demande

$$\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$$

↑

↓

↑

↑

—

=

—

↓

L'inflation par les coûts suggère de négliger le choc

Inflation par les coûts: $u_t \uparrow \Rightarrow \pi_t \uparrow$

La PM est confrontée à un *trade-off*:

- Soit maintenir la demande et accepter une inflation élevée

$$\begin{array}{ccc} \pi_t & = & f(x_t, u_t, \pi_t^e) \\ \uparrow & & \uparrow \\ & & \\ = & & = \\ \hline \uparrow & & = \end{array}$$

L'inflation par les coûts suggère de négliger le choc

Inflation par les coûts: $u_t \uparrow \Rightarrow \pi_t \uparrow$

PM optimale:

- Stabilisation de l'output!

$$\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$$

π_t	$=$	f	$($	x_t	$,$	u_t	$,$	π_t^e	$)$
\uparrow						\uparrow			
$=$				$=$				$=$	
$\frac{=}{\uparrow}$				$\frac{=}{=}$					



Réaction politique optimale: Tant que le choc d'offre est temporaire, l'arbitrage plaide en faveur de l'acceptation d'une inflation temporaire pour protéger l'économie de la récession (= « look through »)

L'inflation auto-alimentée nécessite une action décisive pour assurer l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme

Inflation auto-alimentée: $\pi_t \uparrow \Rightarrow E_t[\pi_{t+1}] \uparrow \Rightarrow \pi_t \uparrow$

$$\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$$

\vdots
 \uparrow
 \uparrow

\vdots
 \uparrow
 \uparrow

L'inflation auto-alimentée nécessite une action décisive pour assurer l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme

Inflation auto-alimentée: $\pi_t \uparrow \Rightarrow E_t[\pi_{t+1}] \uparrow \Rightarrow \pi_t \uparrow$

La PM doit faire face à un *trade-off* de plus en plus difficile:

- Soit la stabilisation de l'inflation

$$\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$$

L'inflation auto-alimentée nécessite une action décisive pour assurer l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme

Inflation auto-alimentée: $\pi_t \uparrow \Rightarrow E_t[\pi_{t+1}] \uparrow \Rightarrow \pi_t \uparrow$

La PM doit faire face à un *trade-off* de plus en plus difficile:

- Soit la stabilisation de l'output

$$\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$$

The diagram illustrates the relationship between inflation (π_t), variables (x_t), and expectations (π_t^e). The equation is $\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$. Below the variables, there are red arrows indicating that an increase in x_t leads to an increase in π_t , and an increase in π_t^e also leads to an increase in π_t . Below the function f , there are blue arrows indicating that an increase in u_t leads to a decrease in π_t , and an increase in x_t leads to an increase in π_t .

L'inflation auto-alimentée nécessite une action décisive pour assurer l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme

Inflation auto-alimentée: $\pi_t \uparrow \Rightarrow E_t[\pi_{t+1}] \uparrow \Rightarrow \pi_t \uparrow$

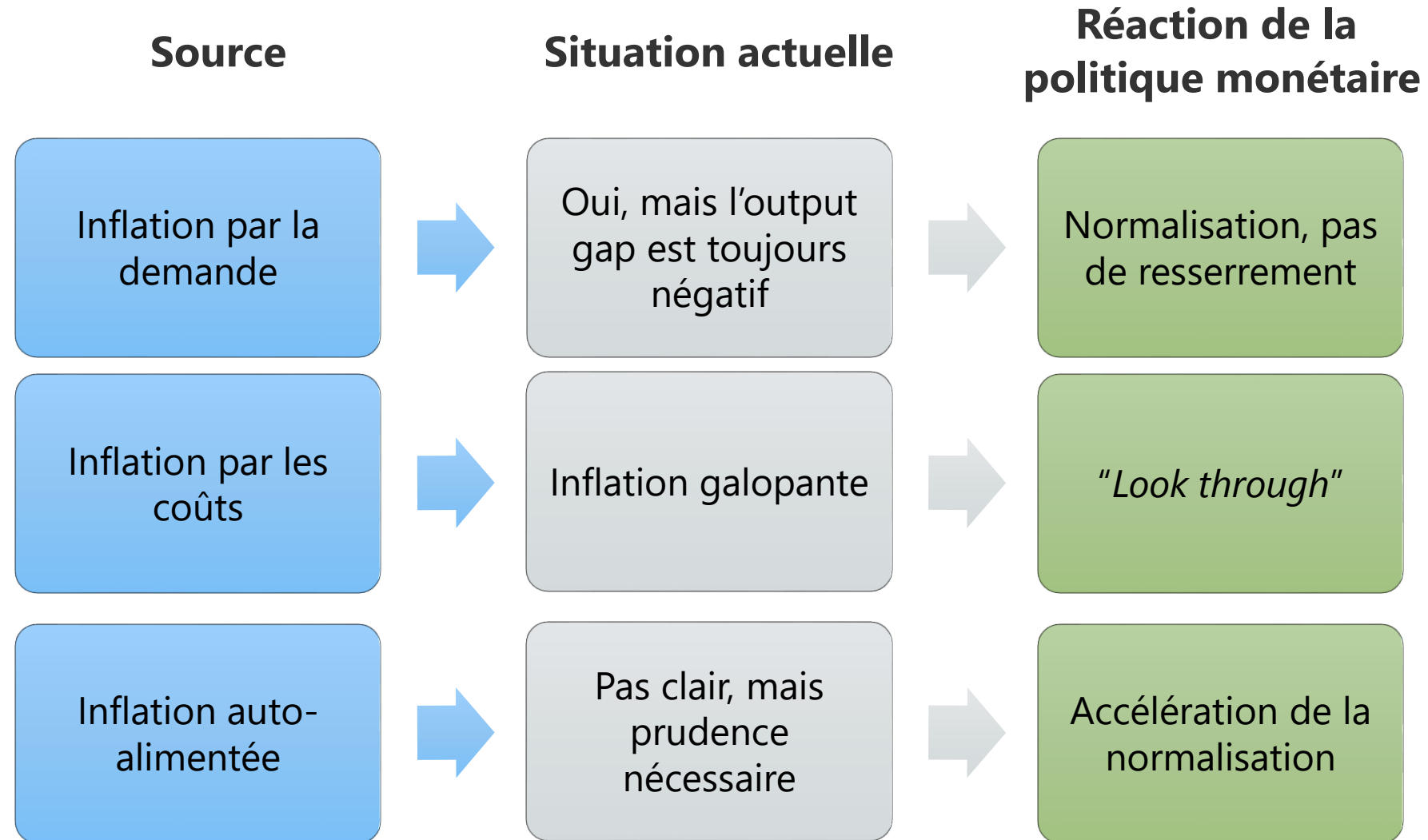
PM optimale:

- Stabilisation de l'inflation pour briser la spirale inflationniste auto-alimentée

$$\pi_t = f(x_t, u_t, \pi_t^e)$$

Réaction politique optimale: Une action décisive - acceptant une possible récession temporaire - pour briser la spirale inflationniste auto-alimentée. Si ce n'est pas le cas, le *trade-off* ne fera qu'empirer, nécessitant une récession encore plus importante pour inverser la dynamique de l'inflation galopante.

La réponse de la politique monétaire est cohérente avec les prescriptions





Merci pour votre attention!

Des questions?

Pour en savoir plus...

- De Sloover F., J. Jonckheere, et A. Stevens (2022), "[Retour de l'inflation: quelles en sont les causes et va-t-elle persister?](#)", Revue économique de la BNB, 2022-3, mai.
- Reis R. (2022), "[The Burst of High Inflation in 2021-22: How and Why Did We Get Here?](#)", CEPR Discussion Paper 17514, juillet.
- Mann C.L. (2022), "[Inflation expectations, inflation persistence, and monetary policy strategy](#)", Discours lors de la *53rd Annual Conference of the Money Macro and Finance Society*, University of Kent, 5 September.
- Enders A., S. Giesen, et D. Quint (2022), "[Stagflation in the 1970s: lessons for the current situation](#)", SUERF Policy Brief 393, août.
- Binder C., et R. Kamdar (2022), "[Expected and Realized Inflation in Historical Perspective](#)", *Journal of Economic Perspectives*, 36 (3), 131-156.