



Code épreuve : 270

Nombre de pages : 7

Session : 2021

Épreuve de : ESH (ESCP)

Consignes

- Remplir soigneusement l'en-tête de chaque feuille avant de commencer à composer
- Rédiger avec un stylo non effaçable bleu ou noir
- Ne rien écrire dans les marges (gauche et droite)
- Numérotter chaque page (cadre en bas à droite)
- Placer les feuilles A3 ouvertes, dans le même sens et dans l'ordre

Selon Friedman dans Inflation et systèmes monétaires, l'inflation est partout et toujours un phénomène monétaire, c'est-à-dire une augmentation anormalement rapide de la quantité de monnaie en circulation par rapport au volume de production. Dans cette vision, que l'on peut qualifier de monétaire, la base monétaire, déterminée par les autorités monétaires, détermine le niveau d'inflation. Il semblerait donc que la crise de 2008 invalide cette idée puisqu'à la suite de cette crise, les politiques monétaires expansives n'ont pas permis de renoncer à l'inflation.

L'inflation peut être définie comme l'augmentation durable et générale des prix. Elle peut avoir différentes causes : l'inflation peut être "importée", elle peut avoir des causes monétaires par exemple. L'inflation est souvent associée à la croissance car elle traduit généralement un niveau d'investissement important et donc une activité économique dynamique. La vision monétaire de l'inflation, qui caractérise d'ailleurs les politiques monétaires, est, elle, ayant tout dans l'inflation une relation avec la quantité de monnaie en circulation, et la crise de 2008 semble invalider cette idée. La multiplication de la base monétaire par la BCE, par 3,5 par la FED et par 4,5 par la Banque d'Angleterre ont échoué à relancer l'inflation comme cela était souhaité. Un niveau d'inflation correct, qui n'est donc pas trop élevé afin d'éviter tout risque lié à l'inflation, est en effet souhaité pour diverses raisons et notamment pour soutenir l'activité économique. Cependant, aujourd'hui on pourrait se demander où est passée l'inflation : si certes des pays connaissent encore de l'inflation voire de l'hyperinflation, les pays développés semblent être peu les plus caractérisés par ce manque d'inflation qui pèse sur les performances économiques et qui remet en cause la politique monétaire et budgétaire telles qu'elles sont entendues et utilisées aujourd'hui.

Finalement pourquoi ce nouveau monde sans inflation est-il à craindre et comment l'éviter ?

Si l'inflation a historiquement été présente, que les épisodes inflationnistes

ont orienté la gestion de la politique monétaire (I), ce phénomène subsiste devant de manque d'inflation s'explique par différentes raisons et n'est pas sans risques (II). Il semblerait que l'absence d'inflation remette en question la vision monétaire et donc plus généralement la politique monétaire, ainsi que la politique budgétaire qui devient fortement changer pour éviter les risques liés à ce manque d'inflation (III)

*

* *

Le "monde" n'a pas toujours été sans inflation (A) et pour qu'historiquement l'inflation a présenté les risques qu'elle faisait peser (B), les banques centrales ont adopté la vision monétaire dans la gestion de leur politique monétaire qui cherche avant tout et dans un premier temps à contrôler le niveau d'inflation (C).

L'observation des cycles et l'analyse historique des niveaux d'inflation et de l'activité économique montrent d'une part que l'inflation a bel et bien existé et d'autre part, que l'inflation semble être le symbole des périodes historiques de forte croissance et d'activité économique dynamique. Selon Kaldor et ses faits stylisés, croissance et inflation vont de pair. D'un côté, l'inflation fait diminuer le taux d'intérêt réel qui, selon l'équation de Fisher, est la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation. De fait, cette baisse du taux d'intérêt réel permet de se rapprocher vers un taux d'intérêt nominal introduit par Wicksell dans Intérêts et prix et qui désigne le taux permettant d'équilibrer l'offre et la demande de capital. Ainsi, cela permet d'encourager l'investissement et finalement l'inflation permet d'entretenir la croissance. D'un autre côté, la croissance, parce qu'elle est déterminée par l'investissement notamment, se traduit par de l'inflation dès lors que l'investissement est important, supérieur à l'épargne. Ce cercle vicieux s'est observé durant les 30 glorieuses par exemple, une période pendant laquelle le taux d'intérêt réel était nul voire négatif et caractérisé par un taux de croissance important, de 5% par an en moyenne en Europe. Il semble donc que l'inflation ait existé et qu'elle soit synonyme de croissance.

Néanmoins, l'inflation a aussi monté les risques qu'elle faisait peser sur l'activité économique. D'abord, ce cercle vicieux peut tout à fait se transformer en cercle vicieux du fait d'un risque d'une houle prix-salaire. comme le démontre

Friedman avec sa théorie des anticipations adaptatives, les travailleurs, voyant leur salaire réel diminuer de cause de l'inflation demandent des hausses de salaires, ce qui entraîne une hausse des prix, - les coûts de production augmentant - et augmentant l'inflation. Ce phénomène se traduit donc par de possibles situations d'hyperinflation comme ce fut le cas en Allemagne. À ce risque s'ajoute les coûts d'échiquette, le problème des inégalités que l'inflation engendre l'inflation comme l'a montré avec son effet canular et plus récemment Jauréguen en 2019. La hausse du niveau des prix touchait davantage les produits consommés par les ménages pauvres, augmentant ainsi les inégalités. Enfin, la inflation dégrade la compétitivité des pays et elle implique une perte de confiance dans la monnaie en lui faisant perdre ses fonctions de réserve de valeur et d'intermédiaire des échanges. En effet, dans les situations inflationnistes voire hyperinflationnistes comme en Allemagne, parce que la monnaie n'est plus acceptée et que celle-ci perd constamment sa valeur, de nouvelles formes de monnaie émerge et rendent plus difficile les échanges, pénalisant encore davantage l'activité économique. Les risques de l'inflation sont surtout d'une situation d'inflation qui n'est pas maîtrisée sont multiples et c'est la raison pour laquelle les banques centrales ont adopté une vision monéttaire dans la gestion de leur politique monétaire.

La vision monétariste, que symbolise Friedman notamment, voit en l'inflation une conséquence d'une déconnexion entre la quantité de monnaie en circulation et le volume de production qui s'explique par une mauvaise gestion de l'offre de monnaie. En adoptant une théorie exogène de la monnaie caractérisée par le phénomène de multiplicateur du crédit, les banques centrales décident de ce que la masse monétaire sera comme l'explique Friedman dans Inflation et systèmes monétaires. C'est donc cette vision de la monnaie qui va caractériser la politique monétaire des banques centrales qui, pour la majorité partie d'entre elles, se sont attribué un objectif de stabilité des prix dans leur mandat. La BCE par exemple, en s'inspirant du modèle de la Bundesbank, s'est fixé un objectif de 2% d'inflation. Le contrôle de l'inflation s'explique par l'importance du rôle de la confiance dans la monnaie : la monnaie est acceptée parce qu'elle est acceptée et la banque centrale doit avant tout veiller à assurer une valeur interne stable de la monnaie. Ainsi, le monde n'a pas toujours été sans inflation et parce que des épisodes historiques ont illustré les risques d'une inflation non maîtrisée, les banques centrales se sont concentrées sur la limitation et la fixation de l'inflation à un niveau stable et convenable, c'est-à-dire sans risque pour l'activité économique. Toutefois, aujourd'hui et plus globalement depuis 2008, se pose un nouveau problème : l'absence d'inflation et l'impossibilité des banques centrales qui, pour éviter, souhaitent la relance.

Les banques centrales et les gouvernements sont confrontés à un problème inverse au problème initial : l'absence d'inflation qu'il faut relancer. L'absence de l'inflation

semble être caractéristique des pays développés et peut s'expliquer par différentes raisons (A), et le manque d'inflation pèse sur les performances économiques et sur la croissance future (B), notamment et d'autant plus parce qu'il entraîne des politiques monétaires expansives durables qui ne sont pas sans risques (C).

On peut légitimement se demander où est passé l'inflation aujourd'hui. En effet, différentes raisons peuvent expliquer cette absence d'inflation et parmi elles la mondialisation. La baisse des droits de douane et la mondialisation entraîne une baisse généralisée des prix qui ainsi menace la possibilité d'inflation puisqu'elle constitue une force déflationniste. De plus, le vieillissement de la population peut expliquer ce monde sans inflation pour deux raisons : d'une part, le vieillissement de la population est une cause de stagnation sécuritaire selon Hansen et n'invite pas à l'investissement, ni à la croissance. D'autre part, le vieillissement fait naître une société de rentiers, selon Cohen, qui a encouragé la mise en place de "politique macro-économique de basse inflation" dont parle Aghion. En effet, l'inflation provoque une "euthanasie des rentiers" pour citer Keynes dans sa Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt, et de la monnaie : l'inflation diminue la valeur du capital et donc, elle désavantage les rentiers qui voient leur revenue provenant du capital diminuer. De fait, plus il ya une grande partie de la population qui est âgée, plus la volonté générale sera de mener des politiques macro-économiques d'inflation basse. Différentes explications permettent de comprendre cette absence d'inflation, et la mondialisation, ainsi que le vieillissement constituent deux explications majeures de ce monde sans inflation qui caractérise les pays développés, qui expérimentent un vieillissement de leur population où le nombre d'actifs par rapport aux marchés devraient passer de 3 à 1,3. Néanmoins, quelles que soient les causes, le manque d'inflation pèse sur les performances économiques et sur la croissance future.

Dans un contexte d'endettement relevé notamment des États, de productivité du capital qui diminue, le manque d'inflation est un risque pour la croissance et montre que l'inflation a des effets positifs. D'abord, l'inflation permet de diminuer le poids de la dette. Ainsi, dans un contexte d'endettement public et plus élevé, & un des moyens pour diminuer le poids du remboursement de la dette peut être l'inflation. Comme l'a écrit Rogoff, le seul moyen pour faire passer plus rapidement et moins difficilement la période dure de désendettement, il serait nécessaire de restaurer une cible d'inflation de 4 à 6 %. Néanmoins, là n'est pas le seul effet positif que pouvait avoir l'inflation sur l'activité économique et sur la croissance future. L'inflation, parce qu'elle fait diminuer le taux d'intérêt réel, pouvait permettre de surpasser cette contrainte de "zero lower bound". La baisse de la productivité marginale observée par Aghion dans Gross et régulation du capitalisme et la baisse du taux d'intérêt naturel qui en découlle qui est passé de 3 % dans les années 80 à 0 % en 2008 selon Laubach et Williams dans Measuring the natural interest rate rend difficile pour les banques centrales de faire coïncider le taux

	Code épreuve : 270	Nombre de pages : 7	Session : 2021
	Épreuve de : ESH (ESCP)		
Consignes	<ul style="list-style-type: none">• Remplir soigneusement l'en-tête de chaque feuille avant de commencer à composer• Rédiger avec un stylo non effaçable bleu ou noir• Ne rien écrire dans les marges (gauche et droite)• Numérotter chaque page (cadre en bas à droite)• Placer les feuilles A3 ouvertes, dans le même sens et dans l'ordre		

d'intérêt réel et le taux d'intérêt nominal, ce qui fait peser un risque de sous-investissement et donc d'une plus faible croissance. Ainsi, l'absence d'inflation pousse qu'elle ne permet pas d'alléger le poids de la dette qui augmente et qui fait peser un risque sur la croissance future et pousse qu'elle rend difficile, dans un contexte de baisse de la production globale des facteurs, l'égalisation entre taux d'intérêt réel et taux d'intérêt nominal, menace l'investissement et donc la croissance. Néanmoins, l'absence d'inflation pousse sur l'activité économique aussi et notamment parce qu'elle entretient la mise en place de politiques monétaires expansives durables, ce qui n'est pas sans risques.

Les risques d'une politique monétaire expansive durable, qui s'explique par la volonté de renoncer avec l'inflation, sont multiples et peuvent être durables. D'abord, une politique monétaire expansive de taux à 0 menace les marges de manœuvre lorsqu'une crise se présente, comme ce fut le cas pour le BCE avec la crise Covid. De plus, selon Boero et Zhu, les quantitatives easing et les plus généralement les politiques monétaires expansives augmentent l'instabilité financière. Les agents, parce que le rendement de leurs titres diminue, vont se reporter sur des actifs plus risqués, ce qui accroît l'instabilité financière et le risque de crise financière. Enfin, la politique monétaire expansive, telle qu'est menée, incite l'endettement des Etats, déjà surendettés, où le niveau d'endettement détermine la capacité à s'endetter le futur et détermine en partie la soutenabilité de la dette. Sinon, dans The responsibility of states and Central Banks in the Euro Crisis, mention justement le risque d'une politique monétaire expansive durable qui permet une irresponsabilité des Etats et qui menace ainsi la croissance future. Ainsi, les politiques accommodantes mises en place depuis 2008 particulièrement pèsent sur la croissance future. Cette absence d'inflation pèse sur l'activité économique présente et future de différentes manières et notamment parce qu'elle se traduit par des politiques accommodantes durables. Néanmoins, parce que l'on remarque que ces politiques ne fonctionnent pas pour alerter l'inflation, on peut se demander si on faut pas reconsidérer les mesures à mettre en place.

Le monde sans inflation remet donc en question la vision monétariste et donc aussi et pour la même occasion la politique monétaire qui me semble plus adaptée au contexte. Le manque d'inflation n'est peut-être pas tant un problème monétaire mais surtout problème d'investissement qu'il faut tenter de relancer par une nouvelle politique monétaire (A) et également, donc, par la politique budgétaire (B).

La vision exogène de la monnaie caractéristique de la vision monétariste est théorique et semble fausse : en témoigne les montants de liquidités injectées dans l'économie et qui n'ont pas permis de renouer avec l'inflation. La monnaie doit avant tout être une dans un sens engagé : l'investissement, qui donne généralement lieu à des crédits, fait le niveau d'inflation. On il semblait aujourd'hui que l'investissement soit faible, même quand les taux d'intérêt sont faibles et cela traduit une nouvelle réalité qui, selon Koo, rend la politique monétaire inefficace. Selon Koo, aujourd'hui et en particulier depuis 2008, comme dans les années 90 au Japon, le monde sans inflation serait surtout un monde suspendu qui cherche à se désendetter. Ainsi, toutes les politiques monétaires expansives qui tentent d'inciter à l'investissement sont vaines car les entreprises ne cherchent pas à investir mais à se désendetter. La politique monétaire ne semblait donc sur ce point plus adaptée et peut-être faudrait-il aider les entreprises à se désendetter pour ensuite investir et relancer la croissance. Aussi, selon des auteurs comme Couffey-Soubéram, reprenant l'idée de Friedman, les banques centrales pourraient passer par de nouvelles politiques, comme par exemple la monnaie héliportée, pour relancer plus efficacement l'inflation. Selon elle, l'effet multiplicateur serait supérieur et permettrait une véritable croissance. Enfin, pour éviter les risques des politiques monétaires accommodantes durables dont l'objectif est d'atteindre un niveau d'inflation, Lherosière dans un article des Echos intitulé Sous la politique monétaire de l'impass évoque l'idée d'une hausse de la cible d'inflation de la BCE et donc plus généralement une acceptation de l'idée d'un monde peu voire très peu inflationniste. Ainsi, il semble nécessaire de repenser la politique monétaire qui doit, peut-être, pour être efficace, s'adapter à un nouveau contexte.

Cependant, toute la politique monétaire n'est pas le seul levier de relance de l'inflation et la politique budgétaire peut également tenter, en relançant l'investissement, de relancer l'inflation. En effet, puisque l'absence d'inflation semble avant tout être un problème d'investissement, la politique budgétaire peut être efficace, voire être l'outil

le plus efficace d'après Rogoff. Selon lui, dans ce contexte de surendettement général, la politique budgétaire de relance serait plus adaptée et plus efficace car elle permettrait de relancer l'investissement par la demande, selon le principe keynesiaien. Ainsi, des politiques de relance considérant néanmoins une vision de long terme peuvent permettre cette relance de l'investissement souhaité. La vision de long terme est nécessaire cependant nécessaire pour permettre d'une part de reconnaître les incertitudes sur les marchés d'obligation et de limiter à une hausse du taux d'intérêt liée à la prime de risque, et d'autre part pour renouer durablement avec de la croissance et donc un désendettement, de l'investissement et enfin, de l'inflation. Enfin, des incitations à l'innovation, dans la recherche et développement à l'image du CICE peuvent s'ajouter à ces plans de relance pour permettre de réduire le coût de l'investissement. La remise en question de la vision monétariste de l'inflation permet finalement de comprendre que seules les causes monétaires n'expliquent pas l'absence d'inflation et que 'aujourd'hui' c'est avant tout la volonté d'investir qui est en cause. Il semble donc nécessaires, dans ces conditions, de repenser la politique monétaire et le rôle de la politique budgétaire.

*

* *

Pour conclure, même si il existe encore de l'inflation voire de l'hyperinflation dans le monde, le manque d'inflation est caractéristique des pays développés. Le monde sans inflation est cependant plutôt risqué et s'explique par des phénomènes structurels et conjoncturels, et n'est pas sans risques. C'est pourquoi, pour sortir ce phénomène d'absence totale et durable d'inflation qui menace la croissance présente et future, il semble nécessaire de repenser la politique monétaire et le rôle de la politique budgétaire qui peut être un outil efficace. D'autant plus lorsqu'elle est contracyclique.

Q /