



III/ Inflation et macroéconomie dans la globalisation

*Michel Aglietta, Gilles Dufrénot et Anne Faivre**

Depuis au moins deux décennies, les économies des pays industrialisés connaissent une décélération tendancielle de l'inflation ainsi qu'un écrasement des cycles de l'inflation. Ces phénomènes sont le résultat de plusieurs facteurs d'ordre structurel.

Le premier est l'atténuation des déterminants nationaux de l'inflation. Elle se traduit par une moindre réactivité de l'inflation aux tensions du marché du travail. Cela correspond à la « disparition » de la boucle prix-salaire, à l'affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés et à la baisse tendancielle de la part des salaires dans la valeur ajoutée observée depuis le début des années 1990. En outre, le développement des marchés financiers a provoqué une dynamique cumulative entre la hausse de l'endettement et celle des prix d'actifs financiers et immobiliers, que l'abondance de liquidité a renforcée. En quelque sorte, l'inflation de crédit s'est portée sur les prix des actifs sans répercussion sur les prix des biens et services.

Le deuxième facteur de la baisse tendancielle des taux d'inflation est la globalisation des échanges et l'internationalisation des chaînes de valeur. En effet, une part de l'inflation provient de

* Michel Aglietta est conseiller au CEPII et professeur émérite à l'université Paris X Nanterre. Gilles Dufrénot est chercheur associé au CEPII, professeur de sciences économiques à Aix-Marseille Université et membre de l'École d'économie de Marseille (AMSE). Anne Faivre est gérante obligataire à la Caisse des dépôts et consignations.

l'évolution des prix des biens importés. L'adhésion à l'OMC de la Chine, de l'Inde et d'autres pays émergents d'Asie a entraîné un écrasement des coûts de production au niveau mondial. Ce phénomène s'est accompagné d'un nouveau modèle d'affaires fondé sur des stratégies *low cost* grâce notamment aux gains de productivité liés à l'essor du numérique.

Un troisième facteur ayant contribué à la baisse tendancielle des prix est la hausse de l'épargne au niveau mondial, en raison du vieillissement de la population dans les pays industrialisés et de l'accumulation d'une épargne de précaution dans les pays émergents sous la forme de réserves de change abondantes.

Ces transformations structurelles remettent en cause les schémas théoriques qui jusqu'ici servaient de référence aux politiques monétaires. Désormais, l'objectif des banques centrales n'est plus seulement d'atteindre une cible d'inflation, il est aussi de préserver la stabilité financière.

Deux changements majeurs semblent ainsi se dessiner.

Le premier, qui fait actuellement l'objet de controverses, est la remise en cause de la courbe de Phillips. Un certain nombre de mécanismes semblent, en effet, avoir « disparu » : lien plus faible entre le taux de chômage et le taux de variation des salaires et forte diminution du rôle des anticipations comme moteur d'accélération de l'inflation. Ces dernières semblent être devenues insensibles aux inflexions des politiques monétaires, y compris lorsque ces dernières sont très accommodantes.

Le délitement du lien entre croissance et inflation tient au degré de financiarisation des économies et à l'importance des cycles financiers, ce que les modèles de flux centrés sur la courbe de Phillips ne prennent pas en compte, ignorant ce faisant les répercussions de la dynamique financière sur les bilans des acteurs non financiers et les interactions entre finance et économie réelle.

Le second changement correspond à la transformation du régime de croissance dans les pays avancés au cours des trois dernières décennies [Aglietta, 2018]. Ces pays évoluent dans un régime qui engendre une croissance potentielle plus basse que dans les trois décennies qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale. Cette transformation est le fruit de la globalisation du capitalisme. Elle a entraîné le ralentissement de la productivité globale des facteurs, le niveau excédentaire de l'épargne mondiale et le changement de gouvernance des entreprises depuis les années 1980, faisant de la valeur actionnariale l'objectif au

détriment de l'investissement productif. Ce nouveau régime de croissance distend le lien entre la croissance et le chômage, car un taux de croissance conjoncturel élevé le long d'un sentier de croissance potentielle bas ne crée pas d'emploi, ou bien fait évoluer la nature des emplois vers plus de flexibilité (travail d'intérim, temps partiel, travail autonome à compte propre). Le développement des emplois atypiques est un facteur majeur de pression à la baisse des salaires, et donc des prix.

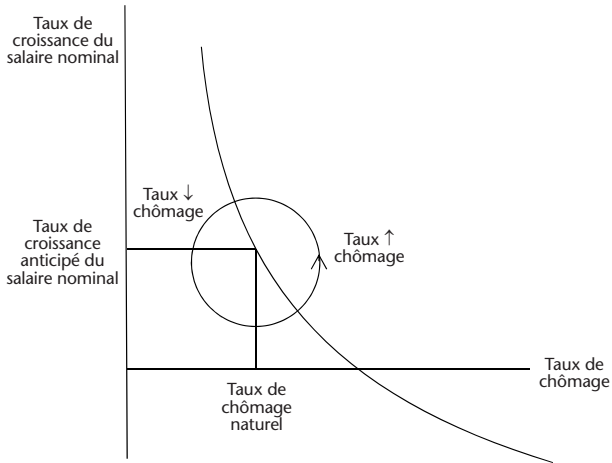
Cette transformation du régime de croissance entraîne donc une inflation basse persistante. Cela signifie que le processus inflationniste, au sens d'une spirale autoentretenu entre salaires et prix, n'existe plus. Bien entendu, les fluctuations apparentes des prix dans les cycles conjoncturels subsistent, comme on peut le voir aux États-Unis. Cela n'a rien à voir avec de l'inflation. Ces fluctuations sont dues à des composantes volatiles, surtout le prix du pétrole récemment. Elles ne font pas partie de l'inflation sous-jacente qui est la seule à pouvoir exprimer une tendance et qui a eu bien du mal à rejoindre sa cible malgré un chômage extrêmement bas, et cela parce que l'évolution des salaires demeure inerte.

Pour rendre compte des discussions récentes portant sur ces questions, ce chapitre met l'accent sur trois éléments : les questionnements soulevés par la courbe de Phillips, le rôle du cycle financier et de la globalisation financière, la question de l'ancrage des anticipations qui empêche toute accélération de l'inflation. Puis l'on soulignera le caractère structurel de la baisse tendancielle de l'inflation.

Les avatars de la courbe de Phillips

La courbe de Phillips est le pivot de la macroéconomie depuis l'article fondateur d'A. W. Phillips [1958] qui examine la relation entre l'évolution du salaire nominal et le taux de sous-emploi au Royaume-Uni sur un siècle (1861-1957). Phillips postule que la loi de l'offre et de la demande de travail implique une relation décroissante entre le taux de progression du salaire nominal et le taux de chômage. Il observe toutefois que la relation est fortement non linéaire à cause de la résistance des travailleurs à la baisse des salaires nominaux ; ce qui a été appelé la rigidité du salaire nominal. La relation d'équilibre entre le taux de croissance du salaire nominal et le taux de chômage est donc décroissante. Et la

Schéma 1. La position de la courbe de Phillips dépend du taux de chômage



Note : la courbe de Phillips caractérise l'influence du marché du travail sur la formation des salaires et décrit une relation d'équilibre entre croissance anticipée du salaire nominal et taux de chômage. Les fluctuations conjoncturelles viennent toutefois perturber cette relation de long terme. Une baisse temporaire du chômage crée une tension de l'emploi qui élève temporairement la croissance du salaire au-dessus de ce qui est anticipé. Le contraire se produit dans les récessions. Sur le graphique, cet effet est représenté par une boucle autour d'un point d'équilibre.

position de la courbe est d'autant plus basse que l'augmentation de la productivité du travail est forte.

Une conclusion intéressante était que la courbe n'est pas stable mais se déplace au cours du temps. Selon Phillips, la position de la courbe dépend du cycle économique. Durant les phases d'expansion, lorsque le chômage diminue fortement, la courbe se déplace vers la gauche, et inversement durant les phases basses du cycle économique lorsque le chômage augmente (schéma 1).

Les interprétations se sont par la suite séparées en deux camps : la courbe de Phillips keynésienne de Lipsey [1960] et Samuelson et Solow [1960] d'un côté, la courbe de Phillips monétariste, dite « accélérationniste », de Friedman et Phelps de l'autre qui s'appuie sur la théorie quantitative de la monnaie (« l'inflation est partout et partout un phénomène monétaire »), donc sur

l'indépendance à long terme de l'inflation vis-à-vis du niveau de sous-emploi supposé « naturel ».

Lipsey a relié directement l'ajustement des salaires à l'excès de demande de travail. Samuelson et Solow ont introduit le comportement de marge (*mark-up*) des entreprises. Le taux de marge s'applique au coût salarial unitaire, c'est-à-dire à la masse des salaires (salaire nominal multiplié par le nombre d'heures travaillées) par unité produite. Or ce ratio peut s'exprimer par la différence entre le salaire nominal et la productivité du travail. Comme les entreprises sont tournées vers la production à venir lorsqu'elles payent le salaire en louant les services de la force de travail, c'est le prix anticipé de la période suivante qui entre dans la détermination du taux de marge. Au niveau macroéconomique, il en résulte une courbe de Phillips, dite moderne, où la progression du salaire nominal, modulée par l'inflation anticipée et par le taux d'accroissement de la productivité du travail, détermine les prix fixés par les entreprises *via* l'application d'un coefficient de marge. C'est une courbe de Phillips dite keynésienne, où le taux d'inflation observée est une fonction croissante du taux d'inflation anticipée et décroissante du taux de chômage et du taux de progression de la productivité du travail.

Friedman [1968] a rejeté avec véhémence la stabilité de la courbe de Phillips. Les anticipations d'inflation sont pour lui prépondérantes. Elles déplacent les courbes de Phillips. Friedman postulait des anticipations adaptatives qui ne se réalisent que progressivement. La courbe de Phillips décrit alors une évolution dynamique où l'inflation s'accélère tant que le taux de chômage observé est inférieur au taux « naturel ».

Lorsque les anticipations sont réalisées, le taux de chômage retrouve son niveau d'équilibre dit « naturel » et n'exerce plus d'influence sur les prix. La courbe de Phillips devient verticale, quelle que soit l'anticipation d'inflation pour ce taux de chômage naturel qui ne dépend que des imperfections « structurelles » du marché du travail.

Dans les années 1970, Friedman invoquait la stagflation pour justifier ses arguments. L'école des anticipations rationnelles s'engouffra dans la brèche pour prendre un point de vue plus radical. Ses représentants les plus éminents (Lucas, Sargent, Kydland et Prescott) imposèrent dans les milieux académiques les fameuses « microfondations » de la macroéconomie. Si les anticipations sont rationnelles, l'équilibre de long terme survient

instantanément. Il s'ensuit, clamait Sargent, qu'une désinflation crédible ne doit avoir aucun coût en augmentation temporaire du chômage puisque celui-ci revient aussitôt à son niveau structurel de long terme. La désinflation Volker de 1981-1982 fut un démenti cinglant par la récession sévère qu'elle provoqua.

C'est pourquoi les auteurs postkeynésiens (Calvo, Blanchard, Gali), tout en se plaçant dans la nouvelle mode des « micro-fondations », s'attachèrent à rétablir une courbe de Phillips néokeynésienne. Ils rappelèrent, ce que l'on devrait toujours savoir, que le marché du travail ne peut pas être un marché de concurrence parfaite par la nature même des contrats qui s'y négocient (contrats incomplets). En effet, les salariés ne négocient pas le prix du travail, mais le prix de location de leur force de travail pour un temps donné. Le prix du travail, c'est-à-dire la valeur unitaire produite par l'heure de travail, se détermine dans l'entreprise et dépend de sa gouvernance. Il s'ensuit que la formation des prix dépend du comportement de marge des entreprises. Celui-ci est contraint par le degré de concurrence, donc par la structure du marché des produits qui diffère selon les branches. S'ensuit une grande variété de relations entre prix et état du marché du travail au niveau des secteurs de production.

Le coût salarial marginal réel devient alors la variable sensible, puisque c'est celui sur lequel s'applique le taux de marge. Le comportement de marge des entreprises le transmet aux prix. Or les coûts marginaux ont une composante commune car ils sont procycliques. En effet, une forte demande anticipée par les entreprises dans tous les secteurs provoque une augmentation de la production au-dessus du potentiel ; celle-ci accroît la pression des entreprises pour acquérir une main-d'œuvre supplémentaire, accélère donc la hausse des coûts salariaux réels et incite à réviser les contrats salariaux. Les prix sont donc révisés séquentiellement. En agrégeant les secteurs de production, il en découle une courbe de Phillips néokeynésienne où le taux d'inflation est fonction de son anticipation et de l'écart de production par rapport à son niveau potentiel (*output gap*).

De cette expression découle qu'il est impossible de faire baisser l'inflation sans hausse temporaire du taux de chômage et donc que les politiques désinflationnistes doivent être prudentes et graduelles.

Voici donc l'état de la macroéconomie standard. Il révèle une grande absente : la finance.

Le rôle du cycle financier et de la globalisation financière

La Banque des règlements internationaux (BRI) mène des travaux approfondis sur le cycle financier depuis un quart de siècle. Pourtant, ce n'est qu'après la grande crise systémique de 2007-2009 que les autres organisations internationales et les banques centrales ont pris le cycle financier au sérieux et que des voix se sont élevées dans la communauté académique pour appeler à reconstruire la macroéconomie en conséquence.

Comment le cycle financier modifie-t-il le paradigme macroéconomique [Borio, 2014] ? Les deux traits du comportement financier qui provoquent les défaillances de marché sont la tragédie des horizons [Carney, 2013] et la myopie au désastre [Minsky, 1986].

La tragédie des horizons signifie que des décisions d'investissements risqués engageant l'avenir sont écartées si le dénouement de ces investissements se situe bien au-delà de l'horizon de responsabilité de ceux qui sont susceptibles de les prendre. La myopie au désastre est inhérente au cycle financier. Elle résulte du comportement d'acteurs économiques qui veulent faire de l'argent avec l'argent. L'augmentation de la valeur des actifs attire de plus en plus d'acheteurs qui s'endettent pour acquérir des montants de plus en plus élevés. Il s'ensuit une euphorie générale qui crée une bulle spéculative. Une bulle explose nécessairement mais à une date inconnue. Tout le monde a donc intérêt à rester dans la bulle en adoptant un discours rationalisant le mimétisme. Le « marché » semble être animé d'une vie propre qui précipite son retournement ultérieur, lequel provoque la crise financière.

Ces deux comportements sont imbriqués parce que l'argent pour lui-même, c'est-à-dire la liquidité, en est le pivot. Le besoin de liquidité s'exacerbe au fur et à mesure que la hausse des prix des actifs s'emballe. Très souvent, les comportements de vente et d'achat entraînent des dynamiques cumulatives d'endettement et d'anticipation de hausse des prix d'actifs [Aglietta et Valla, 2017]. Les déséquilibres qui en découlent s'inscrivent dans les bilans et demeurent ignorés tant que les prix d'actifs sont à la hausse. Ils deviennent destructeurs lorsque les prix d'actifs se retournent et transforment l'euphorie en panique.

C'est ainsi que les processus d'endettement et de désendettement ont un effet puissant sur l'*output gap* [Reinhart et

Rogoff, 2008]. Influençant à la fois les facteurs d'offre et de demande, le cycle financier transforme le cycle des affaires en aggravant son amplitude et sa durée, parce qu'il provoque des récessions de bilan [Koo, 2013]. Celles-ci peuvent provoquer des équilibres durables de croissance faible en affectant la croissance potentielle. Il s'ensuit que le cycle financier, prenant en compte la logique intrinsèquement déstabilisante de la finance, peut induire des équilibres macroéconomiques multiples. C'est ce qui s'est produit après la grande crise financière de 2008 avec un affaiblissement durable de la croissance potentielle.

Le modèle macroéconomique pertinent pour exprimer cette dynamique est l'accélérateur financier parce qu'il capte les déséquilibres de bilan. Ces déséquilibres sont à prendre en compte dans les déterminants de la courbe de Phillips. Ainsi les efforts pour réduire le levier d'endettement jouent-ils un rôle clé dans la baisse de la demande après les crises. Les baisses de la consommation sont d'autant plus marquées que le levier d'endettement antérieur a été grand.

Or la finance est globalisée, ce qui implique d'introduire des variables à la fois intérieures aux pays (prix des actifs et endettement privé) et transnationales (intensité des flux de capitaux, déséquilibres de balances courantes) pour estimer l'*output gap*. La courbe de Phillips devient alors la résultante d'une dynamique macrofinancière. Il faut ainsi considérer l'ensemble des facteurs qui influencent la courbe de Phillips et qui résultent de la globalisation, qu'ils soient propres aux marchés des biens, du travail ou de la finance.

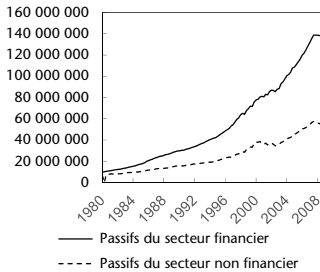
Cette globalisation s'est traduite par un découplage croissant entre les bilans du secteur financier et ceux du secteur non financier. Jusqu'à la crise financière de 2008, les passifs du bilan du secteur financier ont crû bien plus rapidement que ceux du secteur non financier (exemple des États-Unis, graphique 1). Et surtout, alors que les variations des prix dans le secteur réel semblent évoluer de concert avec le cycle de l'activité, les fluctuations des prix des actifs financiers ont une amplitude bien plus forte (graphique 2).

Le rôle des anticipations a changé

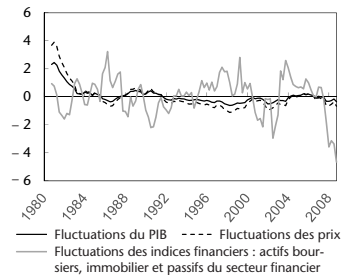
La Grande Récession de la fin des années 2000 n'a pas entraîné une baisse prononcée de l'inflation comparable à celle des

Graphique 1. Passifs des secteurs financiers et non financiers aux États-Unis

(en millions de dollars)



Graphique 2. Cycle d'activité, prix et fluctuations financières aux États-Unis



Source : FED.

Source : calculs des auteurs à partir des données de la FED de Saint-Louis.

années 1930. Et surtout, la reprise aux États-Unis et en Europe n'a pas conduit à une hausse substantielle des prix. Ces faits sont en contradiction avec l'interprétation « accélérationniste » des courbes de Phillips, qui a été au cœur des analyses sur l'inflation jusqu'à la crise financière de 2008. Cette situation a conduit Blanchard *et al.* [2015] et Blanchard [2016] à considérer que nous sommes revenus aux courbes de Phillips du début des années 1960. L'hypothèse d'anticipations qui restent « ancrées » à un niveau si bas que les banques centrales ont le plus grand mal à faire remonter l'inflation vers sa cible peut avoir plusieurs explications.

Tout d'abord, si le monde évolue désormais dans un nouveau régime où l'on observe une baisse tendancielle de l'inflation et où celle-ci reste basse, alors il est rationnel de ne pas anticiper de hausses de prix pour les prochaines années. L'idée est que, si l'on est entré dans un régime pérenne de taux d'inflation plus faibles que par le passé, il n'y a plus de raison de prêter attention à l'inflation passée. Mais comment définir un niveau d'inflation faible ? Les seuils de taux d'inflation en dessous desquels les anticipations ne changent pas varient d'un pays à l'autre, de l'ordre de 3,3 % pour les États-Unis par exemple et de 2 % pour l'Europe [Dufrénot et Faivre, 2018].

Une deuxième explication est que les marchés et le secteur privé se sont habitués à la politique monétaire menée pendant

la grande modération (entre 1985 et 2008). Afin de réduire la volatilité des cycles économiques pendant cette période, la politique monétaire a privilégié la stabilité macroéconomique en ciblant l'inflation. On a parlé de « divine coïncidence » pour souligner le fait que la stabilisation de l'inflation aidait à réduire l'amplitude des cycles conjoncturels, sans percevoir son impact sur le cycle financier. Ce fut un moyen pour les banquiers centraux de se construire une crédibilité. Pourtant, la stabilisation de l'inflation a amplifié les prises de risque financier. Or, si les agents ignorent que l'instabilité du cycle financier peut être elle-même cause d'une plus grande volatilité des cycles conjoncturels, s'ils pensent que les banques centrales continueront au cours des années futures de privilégier la stabilité des prix des biens et services, alors ils n'ont pas de raison d'envisager un changement dans la manière de mettre en œuvre la politique monétaire. Ils conservent donc le même mode de formation de leurs anticipations.

Une troisième explication est que les agents sont plus rationnels qu'on ne le pense. En l'occurrence, ils pensent que l'activité économique est plus déprimée qu'on ne le dit et qu'il sera difficile aux banques centrales de ramener durablement l'inflation structurelle (c'est-à-dire hors fluctuations conjoncturelles) aux niveaux observés avant la crise de 2008 (aux alentours de 2 %). En effet, l'inflation structurelle est déterminée par le rythme de la croissance potentielle. Or les estimations mettent en évidence une baisse historique de cette dernière.

Enfin, une quatrième explication est que le problème actuel des pays industrialisés n'est pas la lutte contre l'inflation, mais contre la déflation. La plupart des banques centrales, hormis celle du Japon, continuent d'appliquer des politiques de ciblage de l'inflation, alors que cibler le niveau général des prix semblerait une stratégie plus adaptée dans l'optique de faire remonter l'inflation sur le moyen terme. D'une certaine manière, continuer de cibler l'inflation atténue les effets sur les prix que l'on pourrait attendre des politiques d'assouplissement quantitatif (notamment *via* le canal de la *forward guidance*). Dans un régime de ciblage du niveau des prix, la cible est une moyenne à réaliser sur une période donnée (et non plus un seuil maximal à ne pas dépasser comme dans le ciblage de l'inflation). La réaction de la banque centrale tient alors compte des chocs d'inflation passés. Supposons par exemple une cible d'inflation de 2 % et un

choc temporaire réduisant l'inflation à 1 %. Si la banque centrale cible le niveau des prix, le secteur privé anticipera qu'elle laissera l'inflation monter jusqu'à 3 % (pour compenser la baisse de 1 %), alors qu'en régime de ciblage de l'inflation, elle ne cherchera pas à rattraper le 1 % d'inflation en moins.

La baisse de l'inflation a un caractère structurel

Puisque les anticipations sont plus inertes que celles qui influençaient la courbe de Phillips dans les interprétations du cycle au sein de la macroéconomie keynésienne, il importe d'identifier et d'estimer les facteurs prépondérants qui expliquent l'inflation ou le manque d'inflation dans le régime de croissance actuel. La distinction entre inflation structurelle et inflation conjoncturelle est essentielle aujourd'hui pour saisir quels facteurs affectent la dynamique des prix et, le cas échéant, à quel horizon. La baisse du chômage qui accompagne le rebond cyclique depuis 2011 aux États-Unis et depuis 2014 en zone euro ne se traduit pas par un rebond de l'inflation, alors même que les économies évoluent au-dessus de leur potentiel. Cette faiblesse de l'inflation perdure alors que les politiques monétaires ont été très expansionnistes et que les liquidités se sont accrues.

En réalité, la baisse de l'inflation n'est pas un phénomène récent, mais date du milieu des années 1990 et s'est accentuée avec le recul de l'inflation en Amérique latine et dans les pays de l'Europe de l'Est. La tendance baissière est accentuée pour les prix de production qui sont même en recul depuis le milieu des années 1980 au Japon. Ce changement de tendance coïncide avec l'entrée en vigueur de l'Aléna et l'entrée de la Chine dans l'OMC.

Trois facteurs y ont contribué :

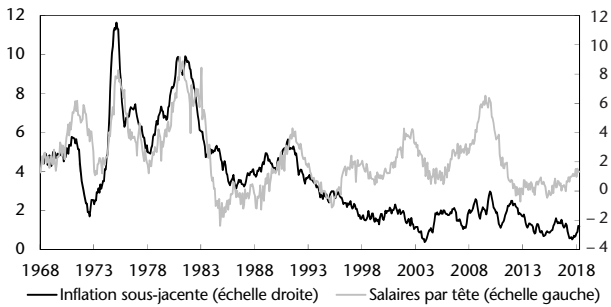
— la réduction de la part de l'industrie manufacturière intensive en main-d'œuvre dans les pays développés, avec des délocalisations dans les zones émergentes ;

— la hausse de la part des pays émergents dans le commerce mondial depuis 1994 avec une nette modification des termes de l'échange ;

— une transformation des chaînes de valeur, avec une hausse de la part des produits intermédiaires dans les produits finals [Auer *et al.*, 2017].

Depuis lors, les prix de production américains dépendent bien davantage des prix du commerce mondial, de la part des

Graphique 3. Inflation sous-jacente et salaires aux États-Unis



Note : l'inflation sous-jacente est calculée à partir des prix à la consommation hors énergie, alimentation et loyers (CPI core). Moyennes annuelles.

Source : BLS, calculs CDC.

émérgents et de l'inflation chinoise que des variables domestiques (salaires ou taux d'utilisation de capacités de production).

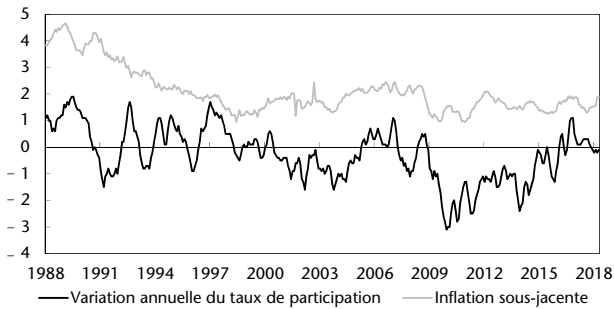
La relation entre l'évolution des capacités de production et l'inflation est devenue d'autant plus lâche que les différents stades de production sont de plus en plus substituables au niveau mondial.

Cette « mondialisation » des prix de production se retrouve également dans les prix à la consommation. D'où une relation de plus en plus distendue entre salaires et inflation (graphique 3). Ceci s'observe aux États-Unis, mais également au Royaume-Uni, au Japon ou en zone euro.

L'inflation des prix à la consommation est ainsi de moins en moins sensible aux facteurs domestiques et de plus en plus liée aux facteurs mondiaux, en dépit de la baisse du poids des biens dans les paniers de consommation.

Cela ne signifie pas pour autant une insensibilité des prix aux facteurs domestiques. Si la relation entre prix et salaire semble instable, il existe en revanche un lien plus robuste entre les prix à la consommation et l'utilisation des capacités de production d'une part, et entre les prix à la consommation et le taux de participation des ménages au marché de l'emploi d'autre part (graphique 4). Janet Yellen [2017] avance plusieurs explications : le vieillissement de la population dans la mesure où le taux de participation baisse traditionnellement avec l'âge ; la faiblesse du revenu par tête qui décourage certaines personnes de revenir

Graphique 4. États-Unis : inflation et taux de participation



Sources : BLS, FED, calculs CDC.

sur le marché du travail, les gains d'un retour à l'emploi étant insuffisants au regard des coûts induits (transport, garde d'enfant, etc.) ; la perte de compétence liée à l'allongement de la durée du chômage qui rend de plus en plus difficile le retour sur le marché du travail.

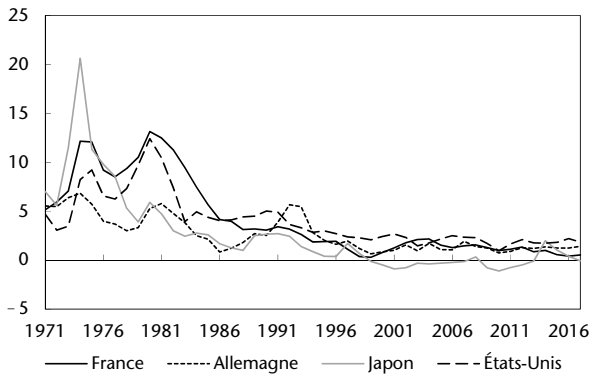
Dans son bulletin d'avril 2017, la BCE fait face à un constat similaire et s'interroge sur la baisse du taux d'emploi comme facteur explicatif de la relation distendue entre salaire et chômage.

L'inflation serait devenue plus sensible à la structure du marché du travail et au taux d'emploi qu'au niveau de chômage. Ce dernier serait devenu une mesure très imparfaite des tensions sur le marché du travail avec le développement des emplois « alternatifs » (emplois à temps partiel, durée déterminée, non salariés) pour lesquels les rémunérations sont très variables et le pouvoir de négociation des salariés très faible.

Le constat est donc celui d'une baisse de l'inflation sur une longue période, dite de la Grande Modération, bien antérieure à la crise de 2008, et d'une relation nettement plus étroite entre le taux d'emploi et l'inflation. Qu'on l'examine aux États-Unis, au Japon, en France ou en Allemagne (graphique 5), le phénomène n'est pas conjoncturel et transitoire, mais structurel [Dufrénot et Faivre, 2018].

Si la relation entre chômage et inflation ne tient plus guère au niveau national, elle subsiste néanmoins au niveau mondial avec la transformation majeure des processus de production caractérisée par un recours croissant à l'*outsourcing* et à l'*offshoring*.

Graphique 5. Baisse tendancielle du taux d'inflation



Note : glissement annuel de la composante non volatile de l'inflation (hors alimentation et énergie).

Source : Base Fred, Réserve fédérale de Saint-Louis.

Et, au-delà de la mondialisation, les changements technologiques récents et les conséquences sur l'organisation du marché du travail sont de nature à maintenir durablement l'inflation sur un bas niveau et à ancrer les anticipations d'inflation à ce niveau bas.

Dans la plupart des pays industrialisés, l'inflation est marquée par une baisse tendancielle, qui a débuté depuis l'entrée dans la mondialisation des pays émergents d'Asie. Il est probable que ce phénomène perdure sous l'effet des transformations impliquées par la globalisation, conduisant les nouveaux modèles d'affaires à comprimer les coûts de production. L'objectif des autorités monétaires ne peut plus être la seule inflation des prix à la consommation, parce que le cycle financier affecte l'économie réelle, comme l'ont abondamment montré les observations empiriques. Cela remet en cause les fondements mêmes de l'analyse des déterminants de l'inflation, à partir de la courbe de Phillips. La financiarisation des économies et la globalisation qui redéfinit la division internationale du travail sont les changements majeurs à prendre en compte dans les modèles macroéconomiques. Aux relations standard devrait donc se substituer aujourd'hui une relation entre finance et inflations (au

pluriel) pour prendre en compte les variations de prix des actifs financiers.

Ces développements ouvrent de nouvelles perspectives pour les macroéconomistes dans leur analyse des causes de l'inflation. Une première leçon est qu'en dehors de l'inflation des biens et services dans le secteur réel, c'est à celle des prix des actifs financiers qu'il conviendrait de s'intéresser. Les stratégies de lutte contre cette inflation-là passent par des politiques de stabilité financière macro- et microprudentielles. Une deuxième leçon est que, dans les années futures, l'attention des macroéconomistes se déplacera vers les risques de désinflation prolongée ou de déflation (et non plus sur l'inflation comme durant les années de Grande Modération), car la baisse tendancielle des prix est une tendance lourde qui affectera la redistribution des richesses en modifiant la valeur réelle des revenus, des dettes et des profits. Troisième leçon, le taux de participation sur le marché du travail est devenu l'une des variables explicatives de la relation entre inflation et activité et devrait conduire à s'intéresser davantage à la relation d'Okun entre croissance et chômage. C'est le contenu en emploi de la croissance, et non plus le chômage directement, qui influe aujourd'hui sur l'évolution des prix.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. [2018], « Histoire et théorie », in AGLIETTA M. (dir.), *Transformer le régime de croissance*, rapport pour l'Institut CDC pour la recherche, Paris, chapitre 1.
- AGLIETTA M. et VALLA N. [2017], *Macroéconomie financière*, La Découverte, « Grands Repères/Manuels », Paris, 6^e édition.
- AUER R., BORIO C. et FILARDO A. [2017], « The globalization of inflation: the growing importance of global value chains », Federal Reserve Bank of Dallas, *Working Paper*, n°300.
- BLANCHARD O. [2016], « The Phillips curve : back to the 1960's ? », *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 106, n° 5, p. 31-34.
- BLANCHARD O., CERUTTI E. et SUMMERS L. [2015], « Inflation and activity : two explorations and their monetary policy implications », in BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, *Inflation and Unemployment in Europe*, conference proceedings of the ECB Forum on Central Banking, BCE, Francfort-sur-le-Main.
- BORIO C. [2014], « The financial cycle and macroeconomics : what have we learnt ? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 45, n° C, p. 182-198.
- CARNEY M. [2013], « Monetary policy after the fall », Eric J. Hanson memorial lecture, University of Alberta.

- DUFRENÔT G. et FAIVRE A. [2018], « Les déterminants de l'inflation en longue période », in AGLIETTA M. (dir.), *Transformer le régime de croissance*, rapport pour l'Institut CDC pour la recherche, Paris, chapitre 5.
- FRIEDMAN M. [1968], « The role of monetary policy », *American Economic Review*, vol. 58, n°1, p. 1-17.
- KOO R. C. [2013], *Central Banks in Balance Sheet Recessions. A Search for Correct Response*, Nomura Research Institute, Tokyo.
- LIPSEY R. G. [1960], « The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1862-1957: a further analysis », *Economica*, vol. 27, n° 105, p. 1-31.
- MINSKY H. [1986], *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven/Londres.
- PHILLIPS A. W. [1958], « The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1862-1957 », *Economica*, vol. 25, n° 100, p. 283-299.
- REINHART C. et ROGOFF K. [2008], « This time is different : a panoramic view of eight centuries of financial crises », *NBER Working Paper*, n° 13882.
- SAMUELSON P. A. et SOLOW R. [1960], « Analytical aspects of anti-inflation policy », *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 50, n° 2, p. 177-194.
- SUMMERS L. [2014], « Low equilibrium real rates, financial crisis and secular stagnation », in BAILY M. N. et TAYLOR J. B. (dir.), *Across the Great Divide. New Perspectives on the Financial Crisis*, Stanford, Hoover Institution Press, Stanford University, p. 37-50.
- YELLEN J. L. [2017], « Inflation, uncertainty, and monetary policy », 59th annual meeting of the National Association of Business Economics, Cleveland.