

Tim Phillips [00:00:00] :

Bienvenue dans ce VoxTalks Economics enregistré en direct au PSE-CEPR Policy Forum, l'École d'économie de Paris, je suis Tim Phillips.

Dans cet épisode : Qu'est-ce qui a provoqué l'inflation de l'ère COVID aux États-Unis ? Et peut-on dire qu'elle est derrière nous ? L'inflation aux États-Unis, et dans de nombreux autres pays, a explosé en 2021 et 2022 et commence à peine à être maîtrisée. Mais a-t-elle été causée par la surchauffe des marchés du travail, qui a poussé les salaires à la hausse, par l'augmentation des prix des produits de base, par les changements de la structure de la demande, par les perturbations des chaînes d'approvisionnement ? Les raisons invoquées sont nombreuses. Lors de la conférence, Olivier Blanchard, du Peterson Institute, vient de faire une présentation intitulée *The Inflation Burst : An Anticipatory Autopsy*, basée en partie sur un document rédigé avec Ben Bernanke qui évalue ces causes potentielles. Il me rejoint maintenant. Olivier, bienvenue.

Olivier Blanchard [00:01:07] :

Merci de m'avoir invité.

Tim Phillips [00:01:08] :

Olivier, de nombreux économistes, en 2021, pensaient que la poussée inflationniste serait faible et de courte durée. C'était une erreur d'appréciation. Dans quelle mesure cette erreur a-t-elle été préjudiciable ?

Olivier Blanchard [00:01:21] :

Je pense qu'il faut faire la distinction entre les erreurs d'appréciation sur le plan budgétaire et les erreurs d'appréciation sur le plan monétaire. Je pense qu'il y a eu une erreur d'appréciation sur le plan budgétaire. Il ne fait absolument aucun doute que les divers programmes de dépenses, tant de l'administration Trump en 2020 que de l'administration Biden en 2021, étaient trop importants. Ils étaient bien intentionnés, ils essayaient de protéger les gens, mais ils étaient, d'un point de vue macroéconomique, trop importants. Je pense que c'est le péché originel. Dans ces conditions, qu'en est-il de la politique monétaire ? Je pense tout d'abord qu'il aurait fallu être plus clair, lorsque ces programmes de dépense ont été mis en place, sur ce qu'ils combattaient et sur le fait qu'ils étaient trop importants. Mais cela mis à part, il est clair qu'ils ont réagi un peu tard. Ils n'ont rien fait en 20, ils ont fait peu en 21. C'était une erreur. Est-ce une grosse erreur ? Je n'en suis pas sûr. Je pense que cela a un peu compliqué les choses, mais que cela n'aurait pas fait une différence gigantesque en considérant, encore une fois, le niveau de demande du côté fiscal.

Tim Phillips [00:02:28] :

Vous avez distingué la réaction de deux types d'économistes à l'époque. Certains craignaient que l'inflation ne survienne parce que les plans de sauvetage fédéraux entraîneraient une

surchauffe de l'économie. Comment cela se produit-il ? Il s'agit en fait de trop d'argent pour une quantité insuffisante de biens ?

Olivier Blanchard [00:02:47] :

Oui.

Tim Phillips [00:02:47] :

Les autres ont estimé que cela ne poserait pas de problème. La courbe de Phillips s'étant aplatie. Elle s'est déplacée vers le bas au cours de la décennie précédente, de sorte que le stimulus COVID ne serait pas inflationniste. Avez-vous trouvé cela crédible à l'époque ?

Olivier Blanchard [00:03:02] :

Non, et j'ai écrit à ce sujet à l'époque. Je pense que le problème d'ensemble est que le montant des dépenses impliquées, potentiellement impliquées par les programmes fiscaux était si important qu'il entraînerait forcément des conséquences visibles quelque part. La discussion portait plutôt sur les effets sur le marché du travail. Il est vrai que si l'on considère la courbe de Phillips, qui a été estimée au cours des 20 dernières années, on peut dire que oui, il pourrait bien y avoir une surchauffe. Mais la pente de cette courbe de Phillips étant plate, cela n'entraînerait pas une forte inflation des salaires, donc c'est peut-être bon pour l'économie et oui, nous aurions un peu plus d'inflation, mais pas grand-chose. C'était le point de vue des optimistes et il représentait probablement 95 % de la population des économistes concernés. Il y avait quelques personnes qui n'étaient pas d'accord, dont je faisais partie, ainsi que Larry Summers par exemple. Nous avons dit : non, il va se passer quelque chose. On ne peut pas se fier à des relations qui ont été estimées dans un environnement très calme, à savoir les 20 années précédentes, ce que l'on appelle la « grande modération ». Et la pente de la courbe de Phillips sera beaucoup plus raide lorsque le taux de chômage sera vraiment bas. Cela va simplement exercer une forte pression sur l'inflation et ancrer les anticipations des gens qui vont se dire, « eh bien, il y a de l'inflation maintenant, il y aura de l'inflation à l'avenir, et donc ne vous faites pas d'illusions, cela va conduire à plus d'inflation ». Tels étaient les deux points de vue.

Tim Phillips [00:04:32] :

Nous allons voir ce qui s'est passé pour ces deux visions. Mais tout d'abord, l'histoire initialement dominée par ces énormes hausses de prix des voitures d'occasion était vraiment surprenante. Lié aux prix de l'énergie, bien sûr. Pourquoi était-ce un tel choc que cela apparaisse dans les données ? Pourquoi avons-nous été surpris par cela ?

Olivier Blanchard [00:04:53] :

Nous devons donc revenir à cette distinction entre les deux groupes. Dans ma présentation, j'ai dit que les deux groupes avaient largement tort et Ben Bernanke, dans une présentation qu'il fera demain, a dit que les deux groupes avaient partiellement raison, ce qui est vrai. Ce qui s'est passé, c'est que les pessimistes, à savoir Larry et moi, entre autres, avaient raison en ce

qui concerne l'inflation, qui était très importante. Mais là où nous nous sommes trompés, c'est en pensant que cela se produirait par le biais du marché du travail. Nous pensions qu'il y aurait une énorme pression sur les salaires, alors qu'il n'y en a pas eu beaucoup. Il y a eu surchauffe, quelle que soit la variable considérée. Mais l'équation des salaires, pour être plus précis, est restée très stable. Et l'effet est venu, comme vous l'avez dit, du reste, des prix compte tenu des salaires. Et je pense que nous n'avions pas anticipé, et j'utilise ici un "nous" global, nous n'avions pas anticipé l'ampleur de la hausse des prix des produits de base et l'ampleur des pics de prix pour deux pénuries. C'est donc de là qu'est venu l'effet. C'est ce qui a conduit à l'inflation. Je pense qu'elle était due à une demande trop forte, mais via un canal différent de celui que j'avais anticipé.

Tim Phillips [00:06:08] :

Votre modèle, votre analyse empirique tente de démêler ce qui s'est passé, quelles influences, à quels moments, et ce n'est pas la seule autopsie qui est faite de cette flambée de l'inflation en ce moment. En quoi votre approche est-elle différente ? Qu'avez-vous fait exactement ?

Olivier Blanchard [00:06:28] :

Nous disposons d'un modèle, contrairement aux discussions informelles que l'on trouve ailleurs. Nous nous sommes demandé, et c'est difficile à estimer, quel type de modèle expliquerait les faits, serait compréhensible pour les décideurs politiques et nous permettrait d'examiner les données d'une manière formelle. Je dirais que personne d'autre n'a fait cela, pour autant que je sache. Cela a peut-être été fait au sein des banques centrales, je ne sais pas. Mais nous avons fait un certain nombre de choix qui, je pense, ont rendu le document plus efficace en termes de visibilité, à savoir que nous avons rédigé une règle vraiment simple, contrairement à la tendance actuelle qui consiste à rédiger des règles basées sur des fondements microéconomiques que les décideurs politiques ne comprennent pas et dont ils ne se soucient guère. Il s'est avéré qu'il s'agissait d'un très bel outil descriptif, si vous voulez, mais je pense que l'espace était là pour le faire. Nous l'avons fait et je dirais que cela a fonctionné.

Tim Phillips [00:07:24] :

Et à la suite de cela, qu'avons-nous décrit, qu'avons-nous découvert sur ce qui était le moteur de l'inflation et sur ce qui est le moteur de l'inflation aujourd'hui ?

Olivier Blanchard [00:07:33] :

Je pense donc que nous avons appris un certain nombre de choses. Nous avons appris que la plupart des mouvements, d'un trimestre à l'autre, étaient dus à des chocs de prix importants. Nous avons dépassé les chocs habituels, l'énergie ou les denrées alimentaires, mais aussi le prix des voitures en raison d'une pénurie, etc.

Voix off [00:07:51] :

Chaîne d'approvisionnement, les prix des voitures et des camions s'envolent...

Olivier Blanchard [00:07:56] :

Ce que nous avons appris, c'est qu'il s'agissait d'événements très importants, qui ont dominé l'actualité lorsqu'ils ont été publiés.

Voix off [00:07:59] :

Les prix de nombreux produits alimentaires ont augmenté.

Olivier Blanchard [00:08:02] :

Mais les effets n'ont pas duré.

Voix off [00:08:04] :

La hausse la plus importante des dernières années.

Olivier Blanchard [00:08:05] :

Ainsi, lorsque nous simulons notre modèle, nous constatons qu'ils ont un effet très important au cours du trimestre où ils se produisent. Ensuite, en termes d'inflation, les autres chocs disparaissent. C'est terriblement important, car dans les années 1970, c'était le contraire. À savoir si vous aviez un choc sur les prix de l'énergie, les travailleurs se disaient alors que l'inflation allait être élevée. Les syndicats se dotaient alors de tables d'indexation et demandaient à récupérer leur argent. Il ne s'agissait pas d'un choc ponctuel, mais d'un choc long et difficile à gérer. Ça ne s'est pas produit du tout ici, ce qui est une bonne nouvelle, je pense, car cela montre que la crédibilité de la banque centrale est restée très forte. Le fait qu'il n'y ait pas eu de rattrapage, ou du moins que nous n'ayons pas été en mesure de détecter le rattrapage, c'est à dire la capacité des travailleurs à récupérer une partie des pertes de salaires réels, est plus surprenant parce que nous avons des marchés du travail assez serrés et nous pensons que les travailleurs pourraient être en mesure de demander plus. Mais ils ne l'ont pas fait. Je pense donc que c'est une leçon à tirer. L'autre leçon est que, bien que chaque mois, chaque trimestre, les nouvelles fassent état de ces chocs, ce qui se passait derrière était un mouvement à basse fréquence beaucoup moins visible, à savoir qu'il y avait une surchauffe sur le marché du travail et une pression sur les salaires, créant une inflation salariale. Maintenant, les chocs de prix ont largement disparu, du moins peut-on l'espérer, les pénuries touchent à leur fin, les prix de l'énergie ont en majorité baissé. Ce que l'on voit maintenant, c'est qu'il y a un type d'inflation assez différent qui advient. Il s'agit d'une inflation provenant du marché du travail. Ce que j'avais prédit au début, que la surchauffe n'avait pas beaucoup d'effet sur l'inflation des salaires, était très utile quand l'inflation augmentait. Malheureusement, c'est extrêmement dommageable quand on veut qu'elle baisse, parce qu'il faut créer beaucoup de chômage pour ralentir l'inflation des salaires. Et je pense que c'est la situation dans laquelle se trouvent de nombreuses banques centrales. L'avenir est donc un peu difficile.

Tim Phillips [00:10:04] :

L'attention revient sur l'observation de ce que font les banques centrales et sur leurs réactions, ce que ceux d'entre nous qui ne travaillent pas dans ce secteur ont pris l'habitude de ne pas faire. Nous ne nous en sommes pas beaucoup préoccupés pendant les dernières années. Ce que vous avez découvert ici implique-t-il que, jusqu'à présent, les réactions de la Fed à l'évolution de l'inflation ont été appropriées ?

Olivier Blanchard [00:10:24] :

Encore une fois, je pense qu'ils auraient dû agir probablement un an plus tôt voire plus. Ils auraient dû dire un non ferme aux administrations. Mais cela mis à part, je pense que lorsqu'ils se sont réveillés, ils ont agi correctement, et ils ont continué à agir correctement. L'idée que l'on augmente les taux d'intérêt et que, par magie, trois mois plus tard, le chômage augmente de 1 % est une chose que seules les personnes qui sont suffisamment jeunes pour ne pas avoir vécu l'inflation précédente croient. Il s'agit d'un processus très aléatoire, et nous avons tendance à penser que si l'on augmente les taux d'intérêt, cela commence à avoir des effets sur le marché financier. Certaines personnes prennent des décisions, mais il se peut qu'elles disposent d'un large coussin d'épargne excédentaire et que la théorie ne fonctionne pas. Et puis il y a les systèmes financiers. Si on lui met la pression, c'est bien, mais trop de pression ce serait mauvais. C'est pourquoi la Fed est en train de naviguer entre les deux. Si j'étais à la place de Jay Powell, je ferais probablement à peu près ce qu'il fait. J'ai l'impression que ce qui a été déployé est suffisant, bien que les taux d'intérêt réels ne soient pas encore incroyablement élevés, mais là encore, les gens ont oublié les années 70 et 80. J'ai donc l'impression qu'ils doivent naviguer plus ou moins comme ils le font. À ce stade, je ne critiquerais donc pas du tout la Fed.

Voix off [00:11:46] :

En décembre 2022, Larry Ball et Daniel Leigh ont expliqué les causes de la pénurie de biens aux États-Unis et estimé l'effet sur les prix payés par les consommateurs. Écoutez notre épisode intitulé *Understanding US. Inflation*.

Tim Phillips [00:12:06] :

Si on retourne le modèle pour examiner l'avenir et ce qu'il prévoit, que nous apprend-il sur l'évolution probable de l'inflation ?

Olivier Blanchard [00:12:16] :

Je n'ai aucun doute sur l'engagement des banques centrales à réduire l'inflation. Je pense que cela peut être considéré comme une évidence. La question est de savoir combien de temps cela prendra. Je pense qu'il y a une décision à prendre, décider si vous voulez le faire rapidement parce que vous craignez que les attentes ne se désancrent. Ce n'est pas le cas, mais cela pourrait bien être très coûteux en termes de chômage. Si l'on est plus détendu, vous pouvez décider de le faire en surveillant de près l'évolution des attentes. Mais si elles ne bougent pas et que l'on se dit qu'on vise la fin de l'année 2024 ou en 2025, alors il faudra probablement augmenter le chômage, je n'en doute pas aux États-Unis. Nous ne savons pas vraiment dans quelle mesure, mais cela ne fait aucun doute. Je m'attends donc à ce que les

taux d'intérêt continuent d'augmenter légèrement et que le chômage progresse lentement. Mais c'est un peu incertain.

Tim Phillips [00:13:08] :

Oui. J'ai regardé les graphiques que vous avez présentés et pour revenir à 2 %, il s'avère que le ratio des postes vacants sur le chômage est celui qui fait le plus d'effet et il faudrait que le dénominateur augmente beaucoup.

Olivier Blanchard [00:13:22] :

Il y a donc ici un aspect plus technique, à savoir que le ratio emplois vacants sur le taux de chômage devrait être très bas. Ce que cela implique pour le chômage lui-même n'est pas évident, mais oui, cela impliquerait un chômage substantiellement plus élevé. Je pense qu'il y a maintenant une solution : il n'est peut-être pas nécessaire de courir le dernier kilomètre. Nous pouvons faire le dernier kilomètre à pied ou nous pouvons ne pas le parcourir du tout et nous pouvons décider qu'un objectif d'inflation de 3 % serait peut-être un très bon chiffre. Et je continue à penser qu'en l'absence d'éléments historiques disant le contraire, c'est le bon chiffre. Cela ne fait aucun doute. Je comprends les problèmes de crédibilité et je pense que nous devons atteindre ces 3% avant que cette discussion n'ait lieu. Mais je ne serais pas mécontent si, lorsque nous arriverons à 3, les banques centrales se détendent un peu. Cette question reviendra certainement sur le tapis.

Tim Phillips [00:14:10] :

Y a-t-il une chance pour que cela se produise ? Parce que vous poussez cette idée depuis quelques années maintenant et qu'elle n'a pas pris avec la Banque centrale européenne ?

Olivier Blanchard [00:14:18] :

Il ne faut jamais désespérer. Non, mais je pense qu'il y a une différence : lorsque nous étions en dessous de 2 % et que je parlais de trois ou quatre, l'impression donnée était celle d'un fan d'inflation qui souhaitait simplement que l'inflation soit plus élevée. Et l'on pensait que cela détruirait la crédibilité des banques centrales. Ce qui est ironique, c'est qu'elles ont fait des choses 100 fois plus exotiques, comme l'assouplissement quantitatif dans toutes les dimensions possibles et imaginables, ou les taux négatifs et ainsi de suite, et elles n'ont pas perdu leur crédibilité. Rétrospectivement, cela aurait donc pu être fait, mais aujourd'hui, c'est différent, car nous sommes sur une voie de déclin de l'inflation. La question est donc la suivante : je ne demande pas une augmentation de l'inflation, mais un arrêt de la baisse à un certain niveau.

Sur le plan politique, il est donc plus facile de savoir si cela sera suivi ou non. Je suis presque sûr que ce ne sera pas le cas, du moins pas de sitôt, mais ils pourraient bien y arriver graduellement. Ils pourraient dire que nous avons un double mandat et que nous ne voulons pas, à ce stade, d'un taux de chômage trop élevé. « Nous n'aimons pas les 3 %, mais nous les accepterons et nous passerons lentement à 2 % ». Je pense qu'ils ne peuvent pas avoir cette discussion maintenant, mais quand ils en seront là, ils pourront l'envisager.

Tim Phillips [00:15:27] :

Je viens de mentionner l'Europe. Votre étude portait spécifiquement sur l'économie américaine. Nous renseigne-t-il sur l'économie européenne et sur l'évolution de l'inflation en Europe ?

Olivier Blanchard [00:15:37] :

Il y a sûrement des leçons à en tirer. Cela implique-t-il exactement la même chose ? Probablement pas. J'ai ce projet avec les équipes de la Banque d'Angleterre, de la BCE et de la Banque du Japon pour faire le même exercice et voir si la décomposition est similaire. J'ai quelques résultats, mais rien que je puisse vraiment montrer pour l'instant. Je pense que l'histoire globale sera similaire. La grande question sera le degré de surchauffe. Le Royaume-Uni ressemble beaucoup aux États-Unis. Avec des chocs plus importants mais la même dynamique. Dans la zone euro, je pense que la grande question est de savoir si le marché du travail est en surchauffe, car le défi de la Fed est que le marché du travail est en surchauffe, c'est certain. La BCE doit-elle relever le même défi ou non ? On ne peut pas encore le dire.

Tim Phillips [00:16:26] :

Il est réconfortant d'entendre que le Royaume-Uni pourrait connaître la même dynamique. J'y vis et l'inflation y semble extrêmement bloquée, et l'inquiétude actuelle est que les attentes changent.

Olivier Blanchard [00:16:36] :

J'ai l'impression que les chocs sont plus importants. L'un des résultats du rapport préliminaire de l'équipe de la Banque d'Angleterre est que votre mesure des pénuries joue un rôle beaucoup plus important qu'aux États-Unis. On peut se demander si cela a quelque chose à voir avec le Brexit, mais je ne vais pas...

Tim Phillips [00:16:56] :

C'est un autre podcast.

Olivier Blanchard [00:16:58] :

Je n'irai pas jusque-là. Mais c'est frappant, donc je ne sais pas si c'est un hasard. C'est vrai, il faut encore en faire l'étude. Mais si c'est le cas, je pense qu'une bonne partie de ce qui se passe vient de cet effet. Cela devrait finir par disparaître. Et oui, je ne pense pas que la situation soit aussi sombre que certains le disent sur ce front.

Tim Phillips [00:17:19] :

Olivier, merci d'avoir parlé de ce qui semble être un travail très fructueux, du fait qu'il y a beaucoup de potentiel pour en savoir beaucoup plus, pas seulement sur ce qui s'est passé, mais sur la façon dont l'inflation fonctionne désormais dans l'économie contemporaine. Merci d'en avoir parlé.

Olivier Blanchard [00:17:36] :

Je l'espère. Nous verrons bien.

Tim Phillips [00:17:47] :

Ce document est intitulé *What Caused the US Pandemic-Era Inflation?*. Il est très court, très intéressant à lire et, comme je l'ai dit, il aboutit à de nombreuses conclusions très intéressantes. Les auteurs, Ben Benanke et Olivier Blanchard.

Voix off [00:18:05] :

Ceci est un VoxTalk enregistré au Paris School of Economics CEPR Policy Forum, 2023. Si vous aimez ce que vous entendez, abonnez-vous. Vous pouvez nous trouver partout où vous écoutez vos podcasts, et vous pouvez écouter des extraits d'épisodes passés et futurs en nous suivant sur notre Instagram VoxTalks Economics.