

**Mise à jour & refonte  
de la conférence au Collège de France**

Olivier KLEIN

**« INFLATION, TAUX D'INTÉRÊT ET DETTE »**

## I. INFLATION

- ❖ LE TAUX D'INFLATION
- ❖ LES DIFFÉRENTES NATURES D'INFLATION

## II. LA POLITIQUE MONÉTAIRE EST INDISPENSABLE POUR LUTTER CONTRE L'INFLATION

- ❖ LA POLITIQUE MONÉTAIRE DOIT LUTTER CONTRE L'INFLATION
- ❖ COMMENT?

## III. MAIS LA POLITIQUE MONÉTAIRE NE PEUT PAS TOUT – LA NÉCESSITÉ DES RÉFORMES STRUCTURELLES

- ❖ L'ENDETTEMENT MONDIAL N'À JAMAIS ÉTÉ AUSSI ÉLEVÉ
- ❖ DETTES PUBLIQUES ET PRIVÉES, EFFET BOULE DE NEIGE ET RISQUE DE SOLVABILITÉ (L'EXEMPLE FRANÇAIS)
- ❖ LES RÉFORMES ET POLITIQUES STRUCTURELLES SONT INDISPENSABLES

# I. INFLATION

- ❖ LE TAUX D'INFLATION

- ❖ LES DIFFÉRENTES NATURES D'INFLATION

# II. LA POLITIQUE MONÉTAIRE EST INDISPENSABLE POUR LUTTER CONTRE L'INFLATION

- ❖ LA POLITIQUE MONÉTAIRE DOIT LUTTER CONTRE L'INFLATION

- ❖ COMMENT?

# III. MAIS LA POLITIQUE MONÉTAIRE NE PEUT PAS TOUT – LA NÉCESSITÉ DES RÉFORMES STRUCTURELLES

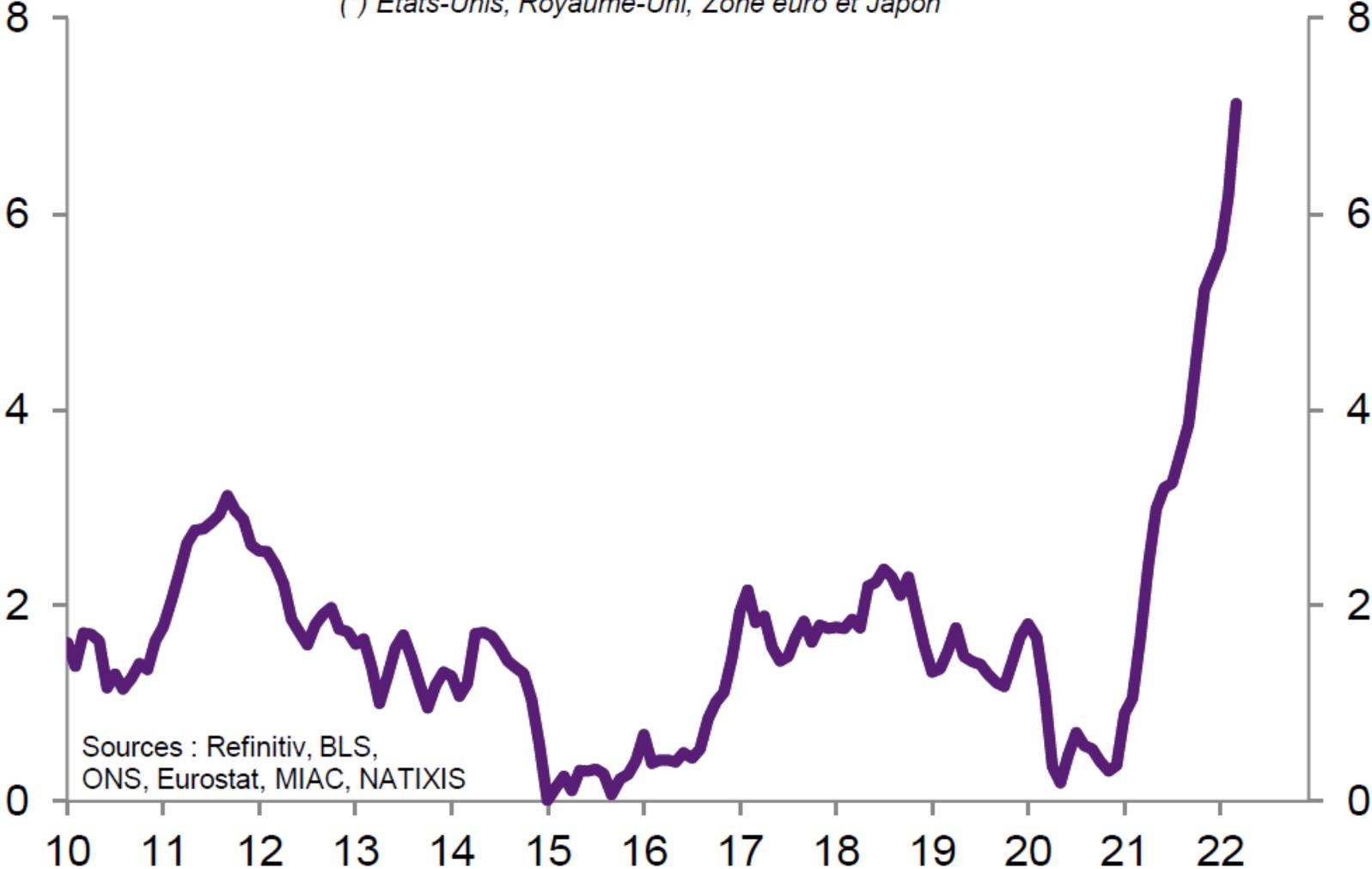
- ❖ L'ENDETTEMENT MONDIAL N'À JAMAIS ÉTÉ AUSSI ÉLEVÉ

- ❖ DETTES PUBLIQUES ET PRIVÉES, EFFET BOULE DE NEIGE ET RISQUE DE SOLVABILITÉ (L'EXEMPLE FRANÇAIS)

- ❖ LES RÉFORMES ET POLITIQUES STRUCTURELLES SONT INDISPENSABLES

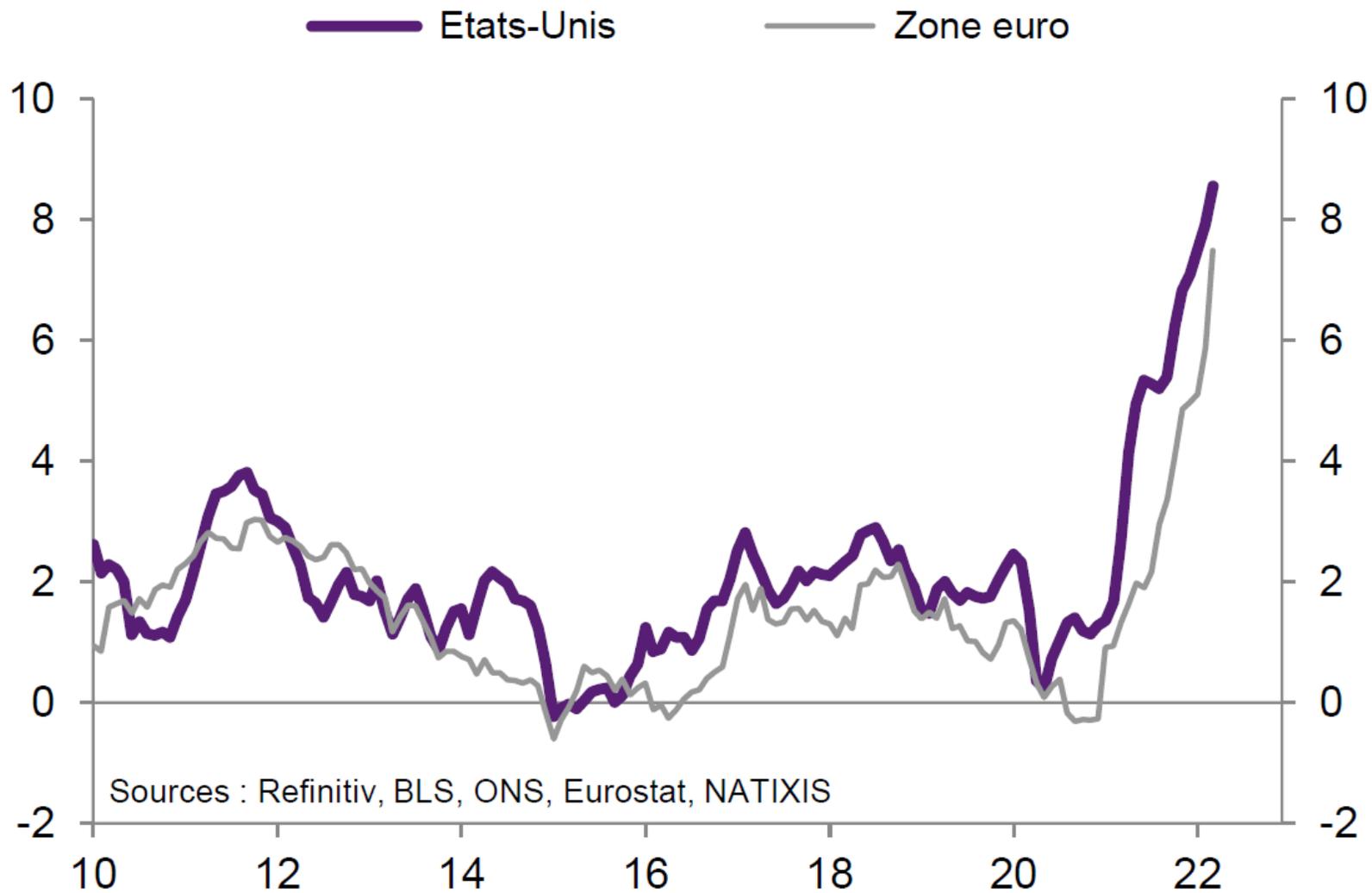
# OCDE\* : INFLATION (CPI, GA EN %)

(\*) Etats-Unis, Royaume-Uni, Zone euro et Japon

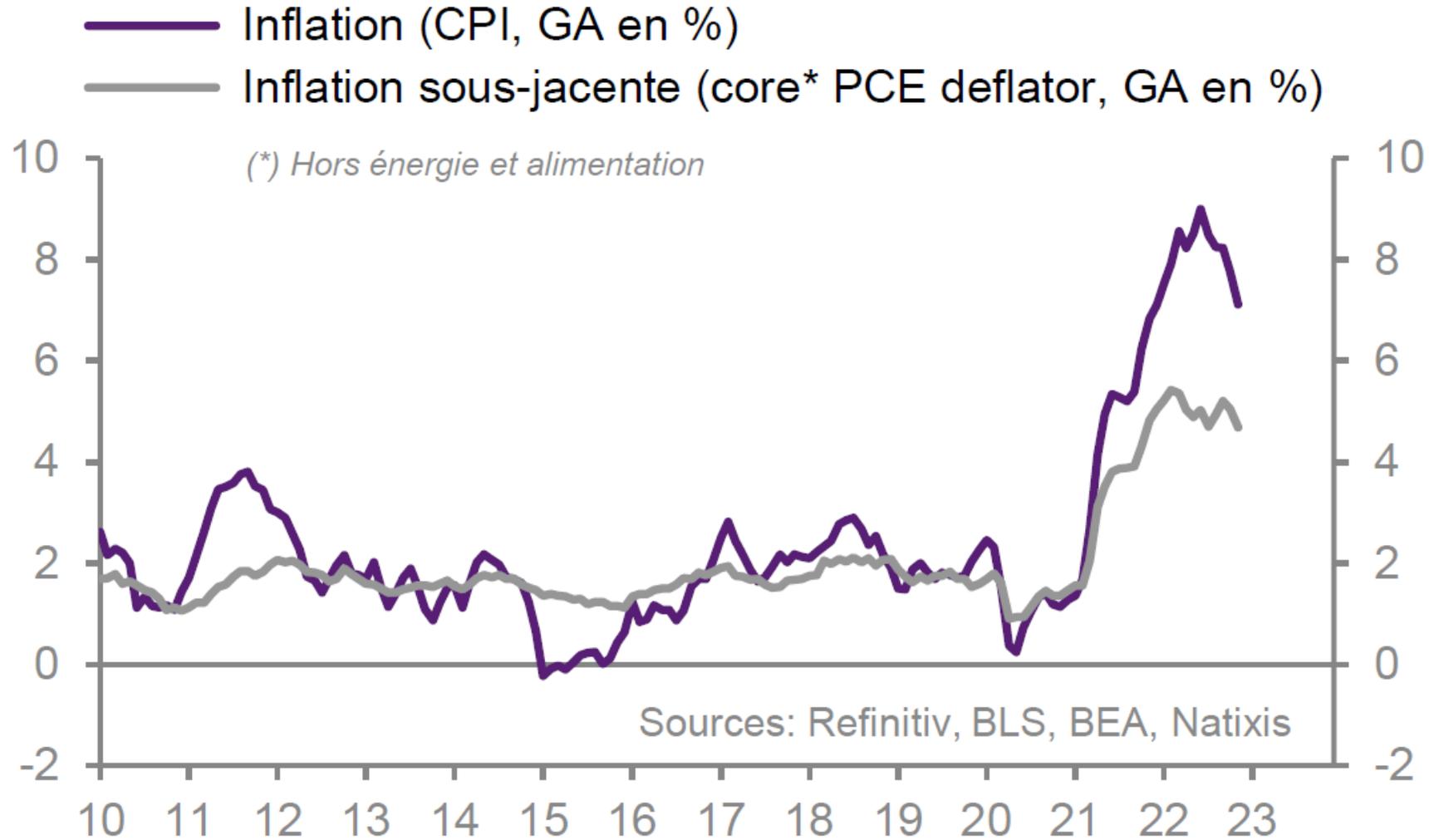


Sources : Refinitiv, BLS, ONS, Eurostat, MIAC, NATIXIS

# INFLATION (CPI, GA EN %)



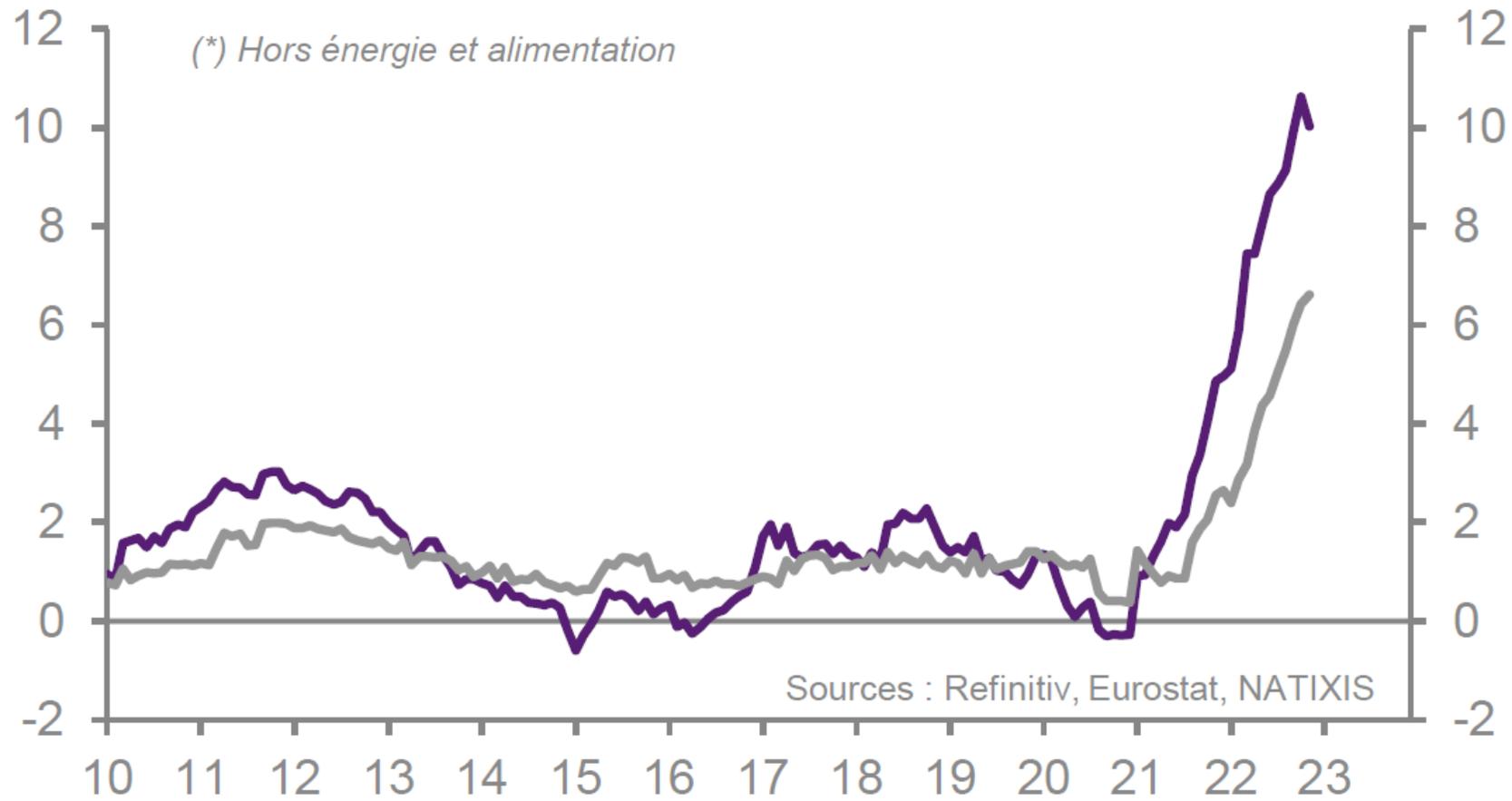
# ETATS-UNIS : INFLATION ET INFLATION SOUS-JACENTE



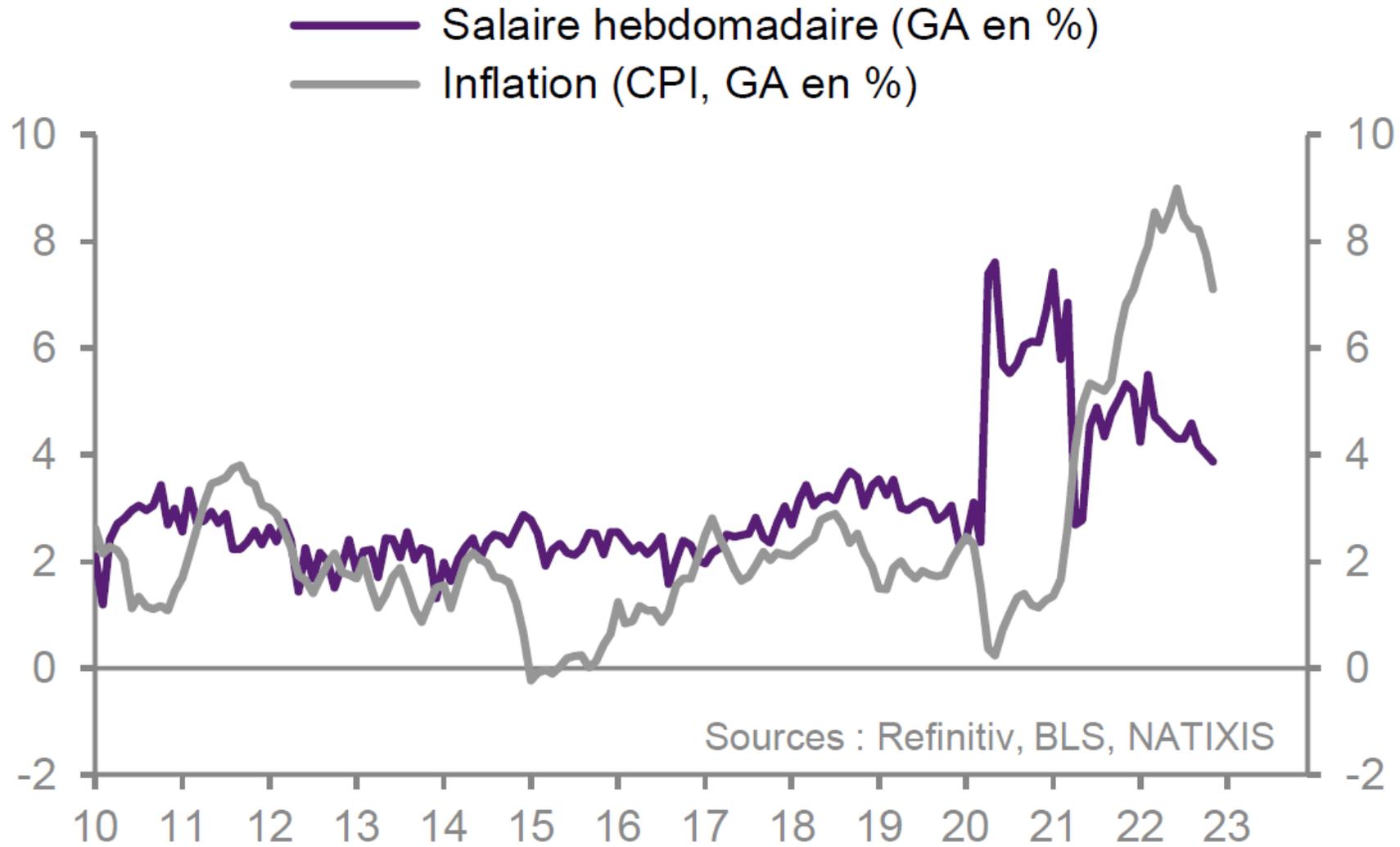
## ZONE EURO : INFLATION ET INFLATION SOUS-JACENTE

- Inflation (CPI, GA en %)
- Inflation sous-jacente (core\* CPI, GA en %)

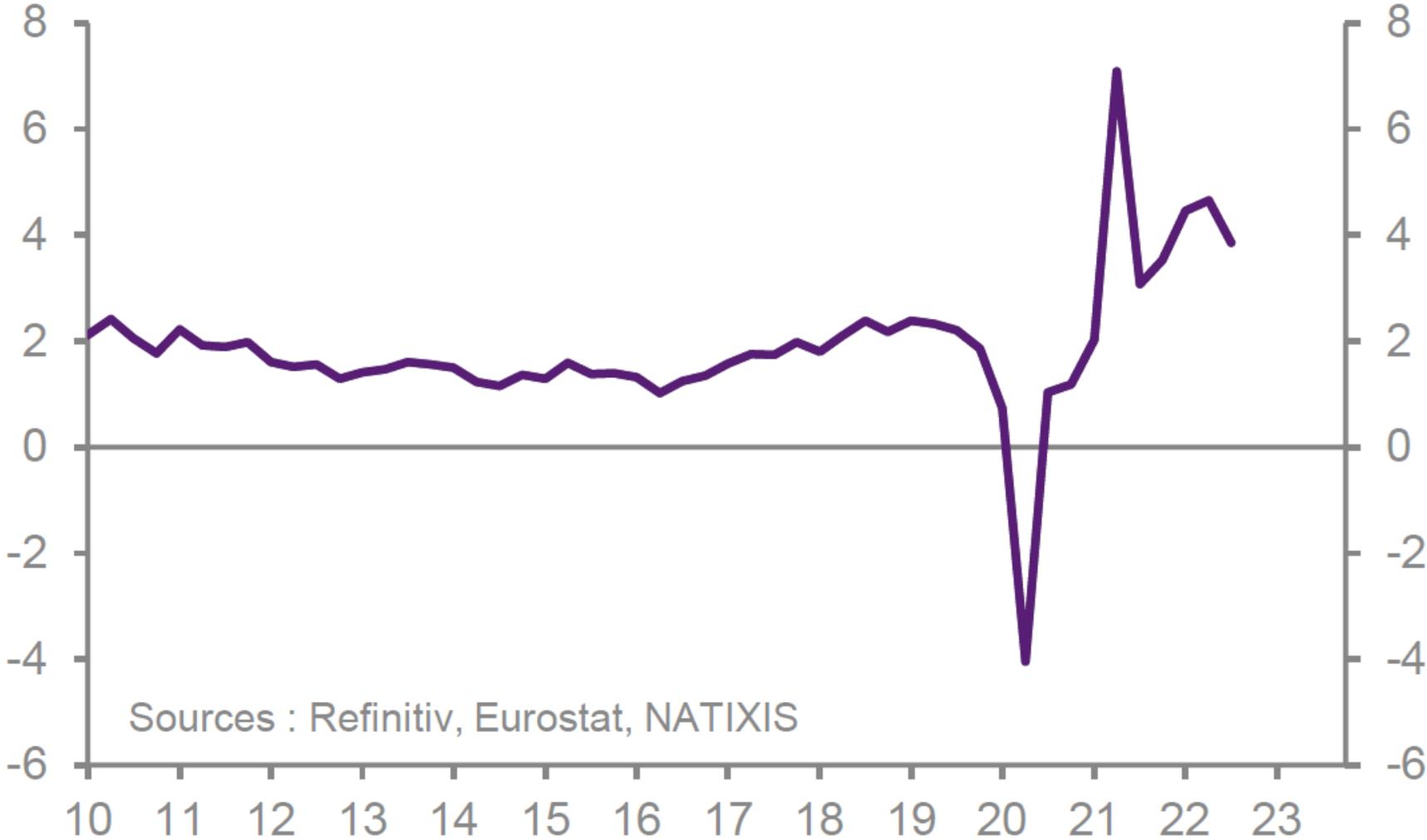
(\*) Hors énergie et alimentation



# ÉTATS-UNIS : SALAIRE HEBDOMADAIRE ET INFLATION

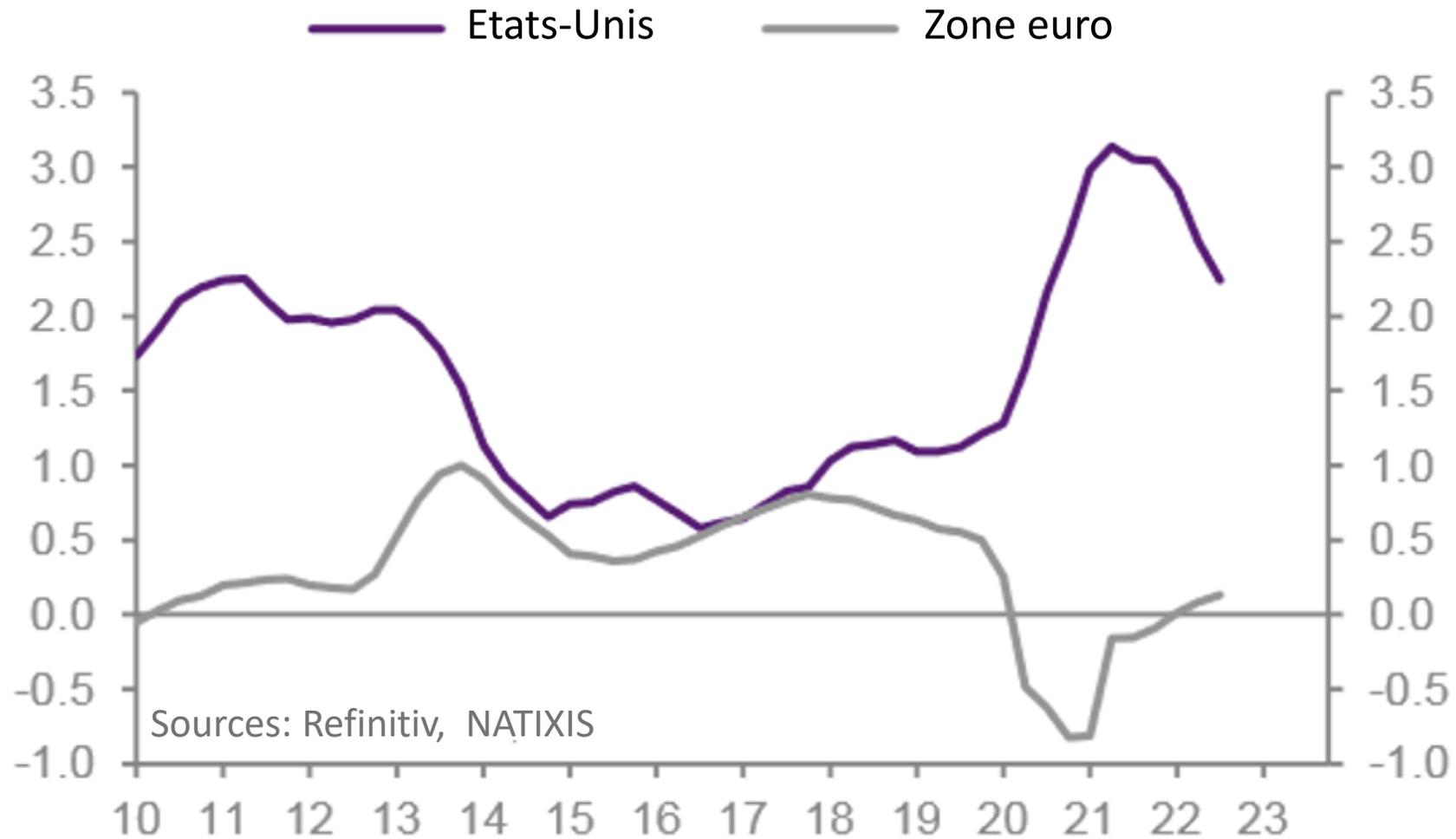


# ZONE EURO : SALAIRE NOMINAL PAR TÊTE (GA EN %)



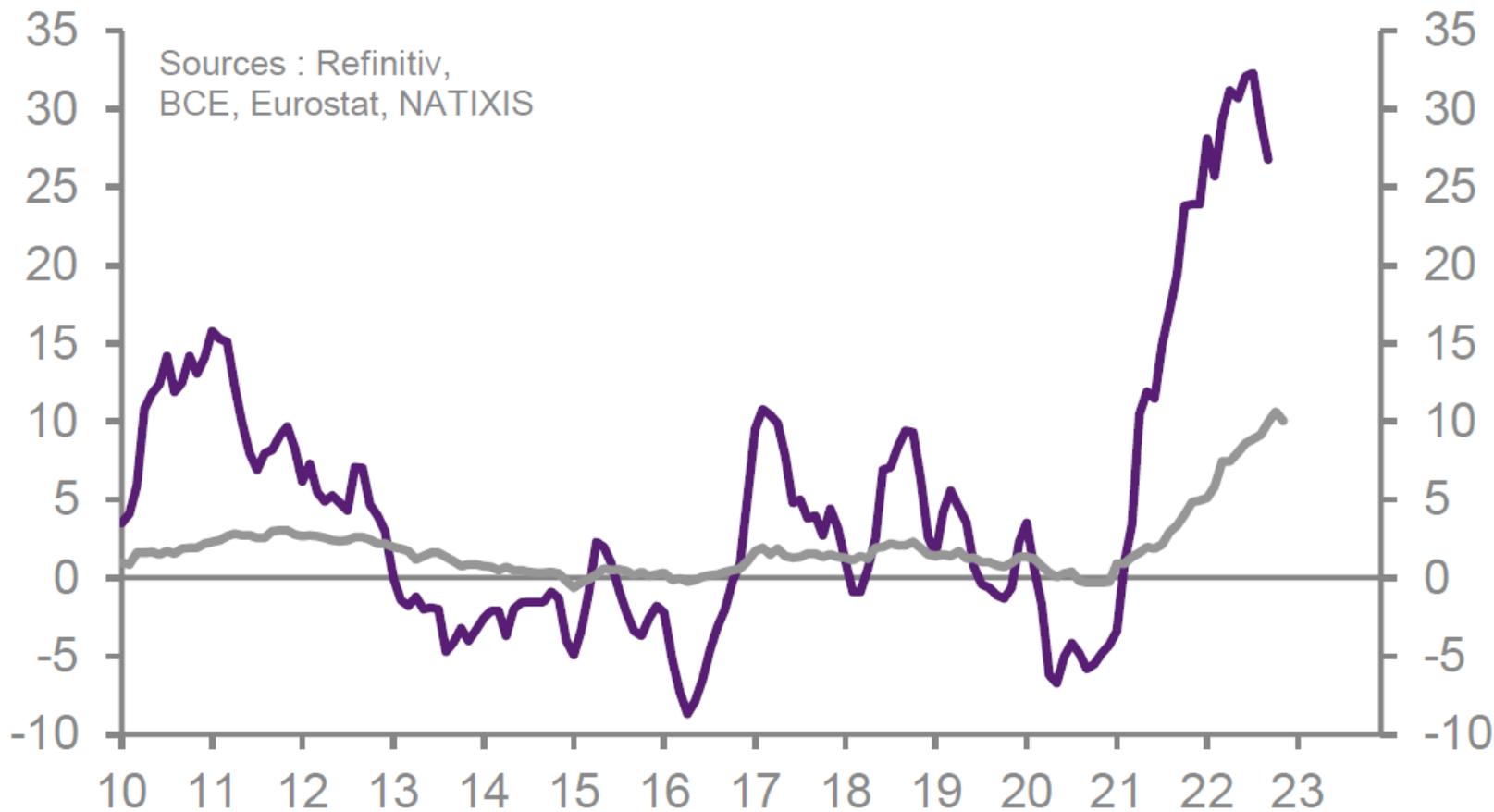
Sources : Refinitiv, Eurostat, NATIXIS

# PRODUCTIVITÉ PAR TÊTE (GA EN %, LISSÉ SUR 4 ANS)



# ZONE EURO : PRIX DES IMPORTATIONS ET INFLATION

— Prix des importations (GA en %)  
— Inflation (CPI, GA en %)



# L'EFFET DE LA RÉOUVERTURE DE LA CHINE?

# I. INFLATION

- ❖ LE TAUX D'INFLATION
- ❖ **LES DIFFÉRENTES NATURES D'INFLATION**

## II. LA POLITIQUE MONÉTAIRE EST INDISPENSABLE POUR LUTTER CONTRE L'INFLATION

- ❖ LA POLITIQUE MONÉTAIRE DOIT LUTTER CONTRE L'INFLATION
- ❖ COMMENT?

## III. MAIS LA POLITIQUE MONÉTAIRE NE PEUT PAS TOUT – LA NÉCESSITÉ DES RÉFORMES STRUCTURELLES

- ❖ L'ENDETTEMENT MONDIAL N'À JAMAIS ÉTÉ AUSSI ÉLEVÉ
- ❖ DETTES PUBLIQUES ET PRIVÉES, EFFET BOULE DE NEIGE ET RISQUE DE SOLVABILITÉ (L'EXEMPLE FRANÇAIS)
- ❖ LES RÉFORMES ET POLITIQUES STRUCTURELLES SONT INDISPENSABLES

- Les deux régimes historiques d'inflation (régime de basse inflation et un régime de forte inflation) : des cycles longs

Le caractère auto-renforçant de chacun d'entre eux

Aujourd'hui :

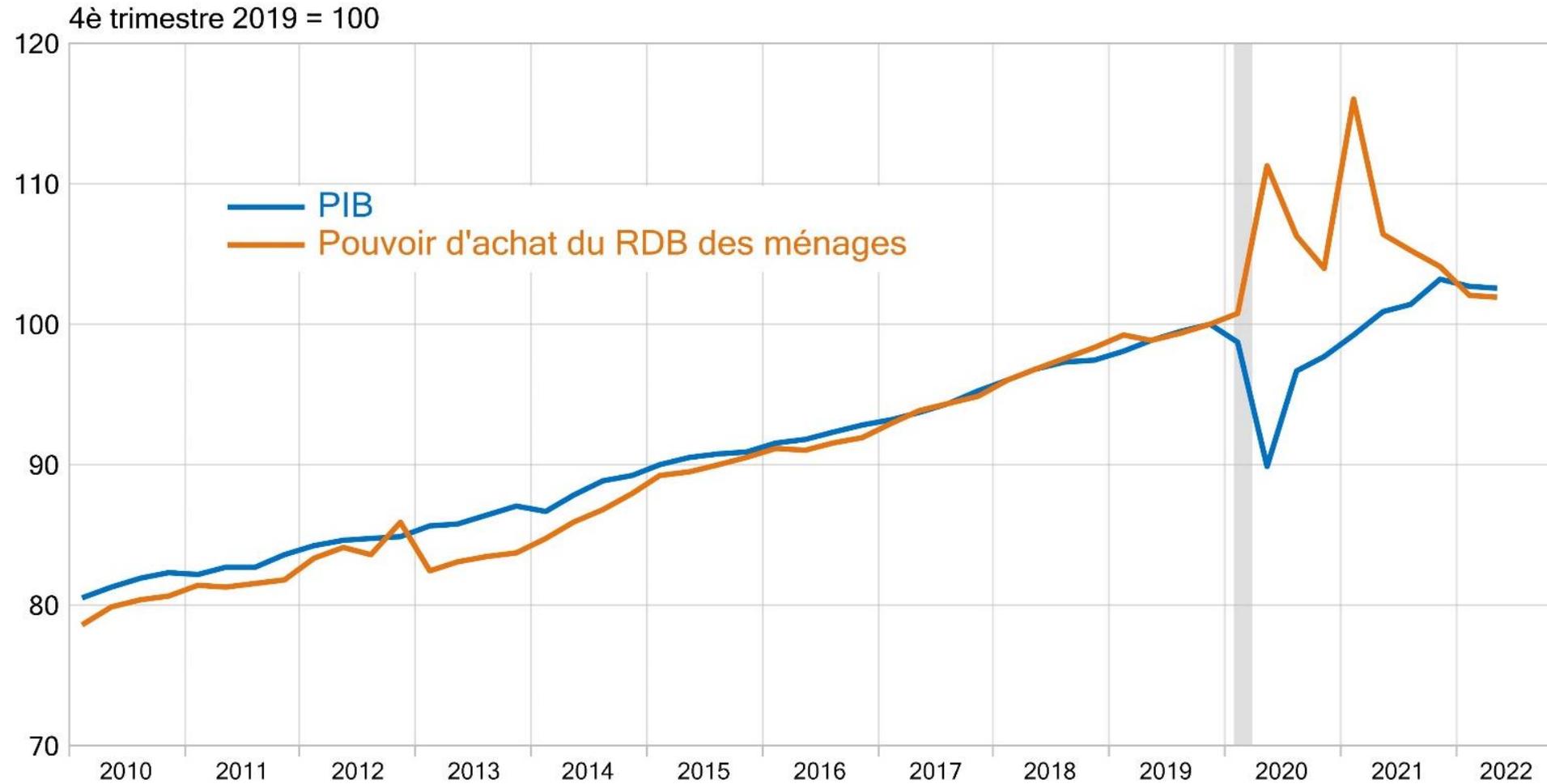
- Inflation transitoire ou changement de régime d'inflation ?
- Inflation conjoncturelle ou inflation structurelle ?

- La composante transitoire et conjoncturelle :  
Elle est due au déséquilibre offre/demande en fin de pandémie
- La composante structurelle (changement de régime d'inflation) :  
Démondialisation partielle, coût de la transition énergétique, retard de la formation sur les mutations économiques et technologiques, changement de cycle dans le partage de la valeur ajoutée ?

# 1. La composante transitoire et conjoncturelle de l'inflation

# ÉTATS-UNIS :

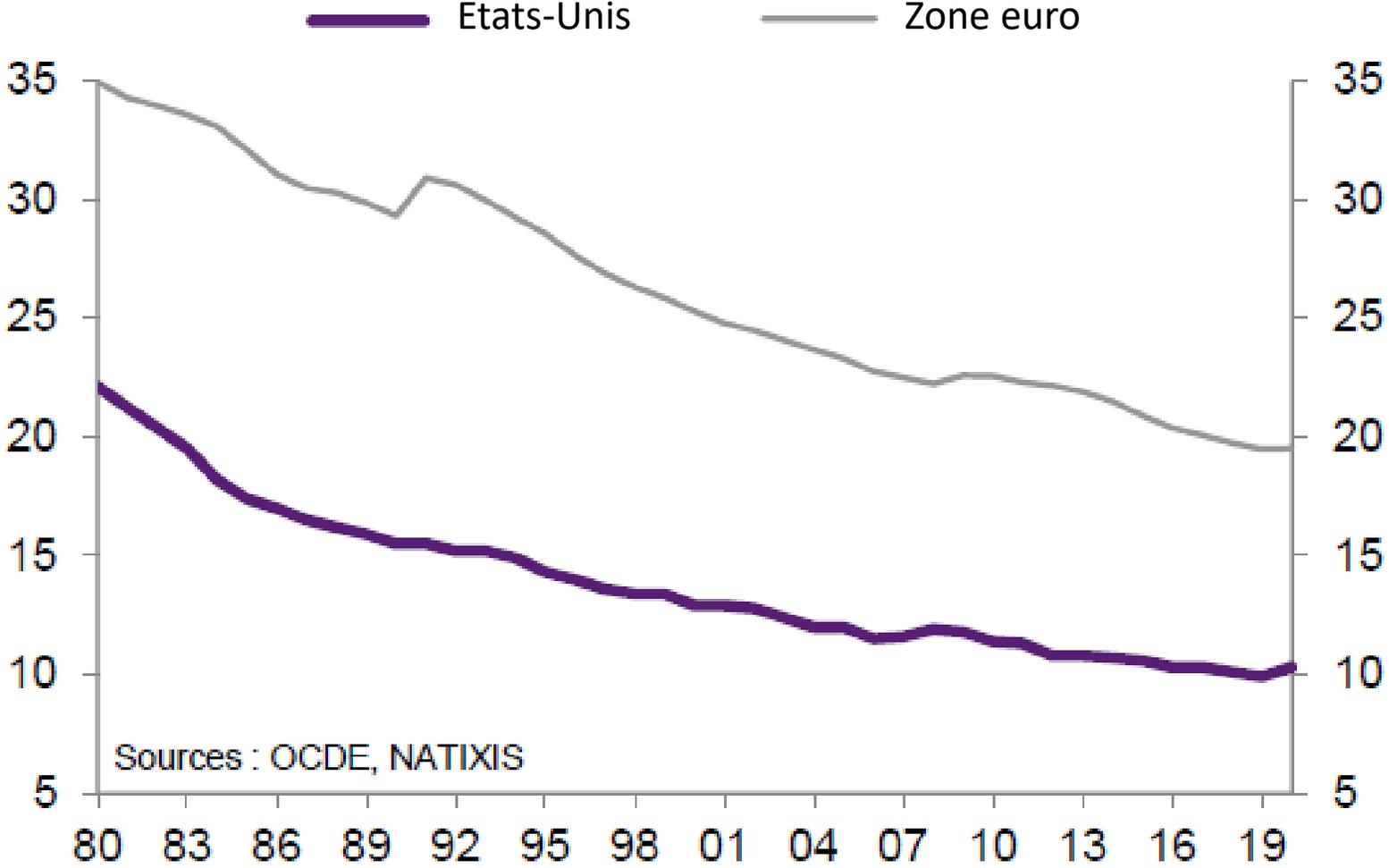
## PIB ET POUVOIR D'ACHAT DU REVENU DISPONIBLE BRUT DES MÉNAGES



Sources : BEA

2. Mais un changement de cycle long est probable.  
Nous sortons sans doute d'un cycle de 40 ans d'inflation basse, causée par :
  - la mondialisation
  - la révolution technologique
  - un partage de la valeur ajoutée en défaveur du travail

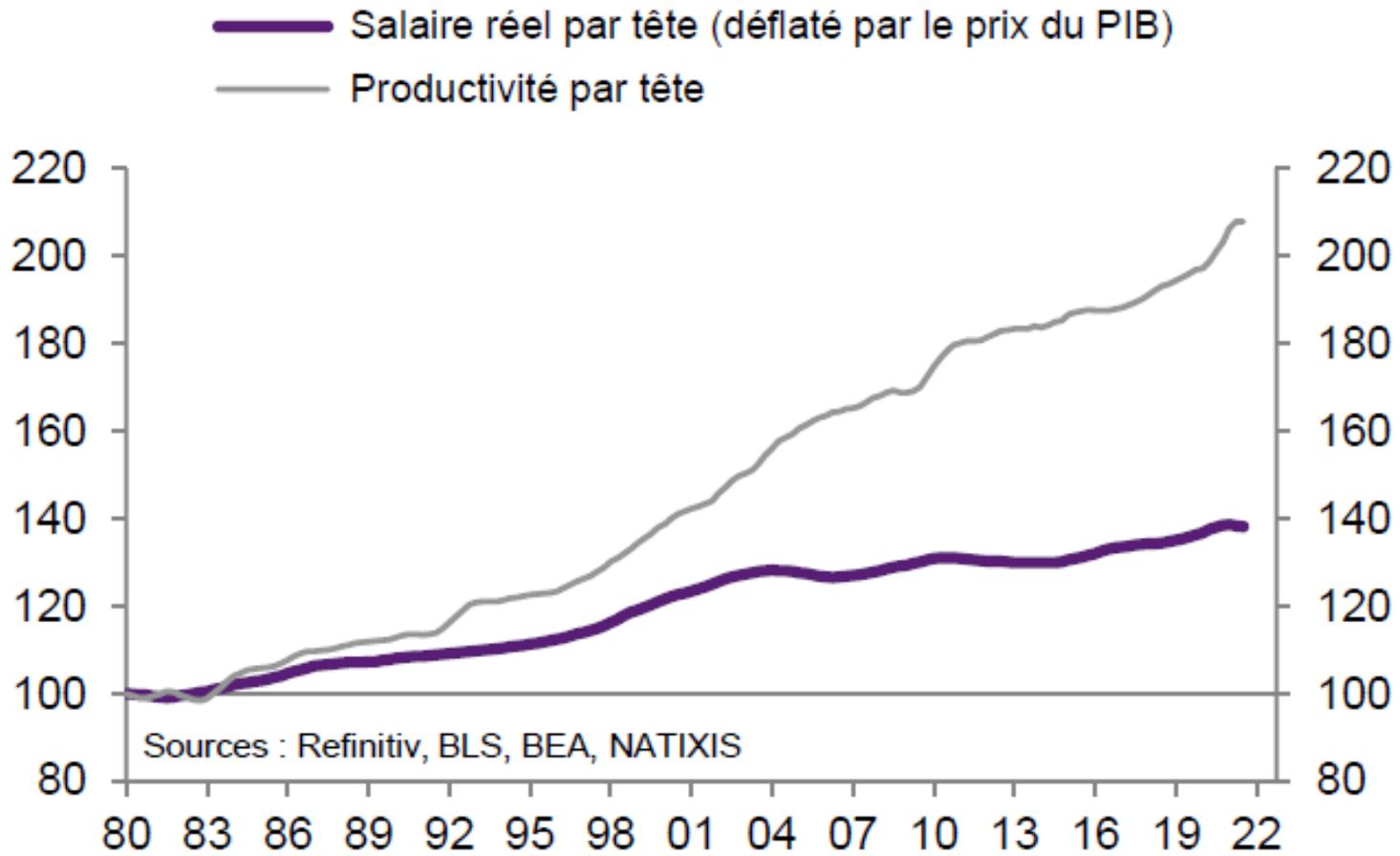
# TAUX DE SYNDICALISATION (EN %)



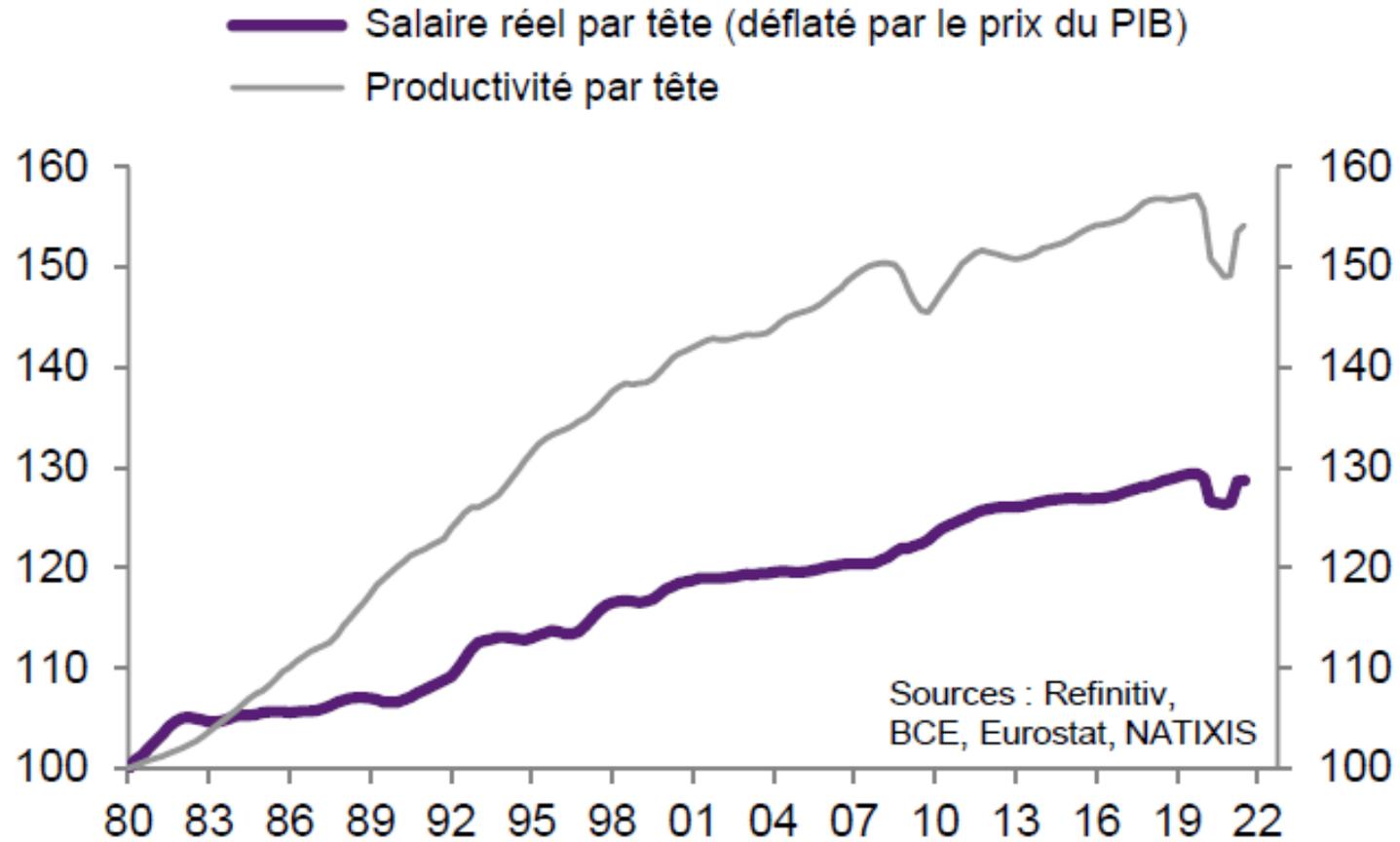
Depuis plus de 30 ans, dans l'OCDE en moyenne les salaires réels ont progressé moins vite que la productivité

- Sauf en France

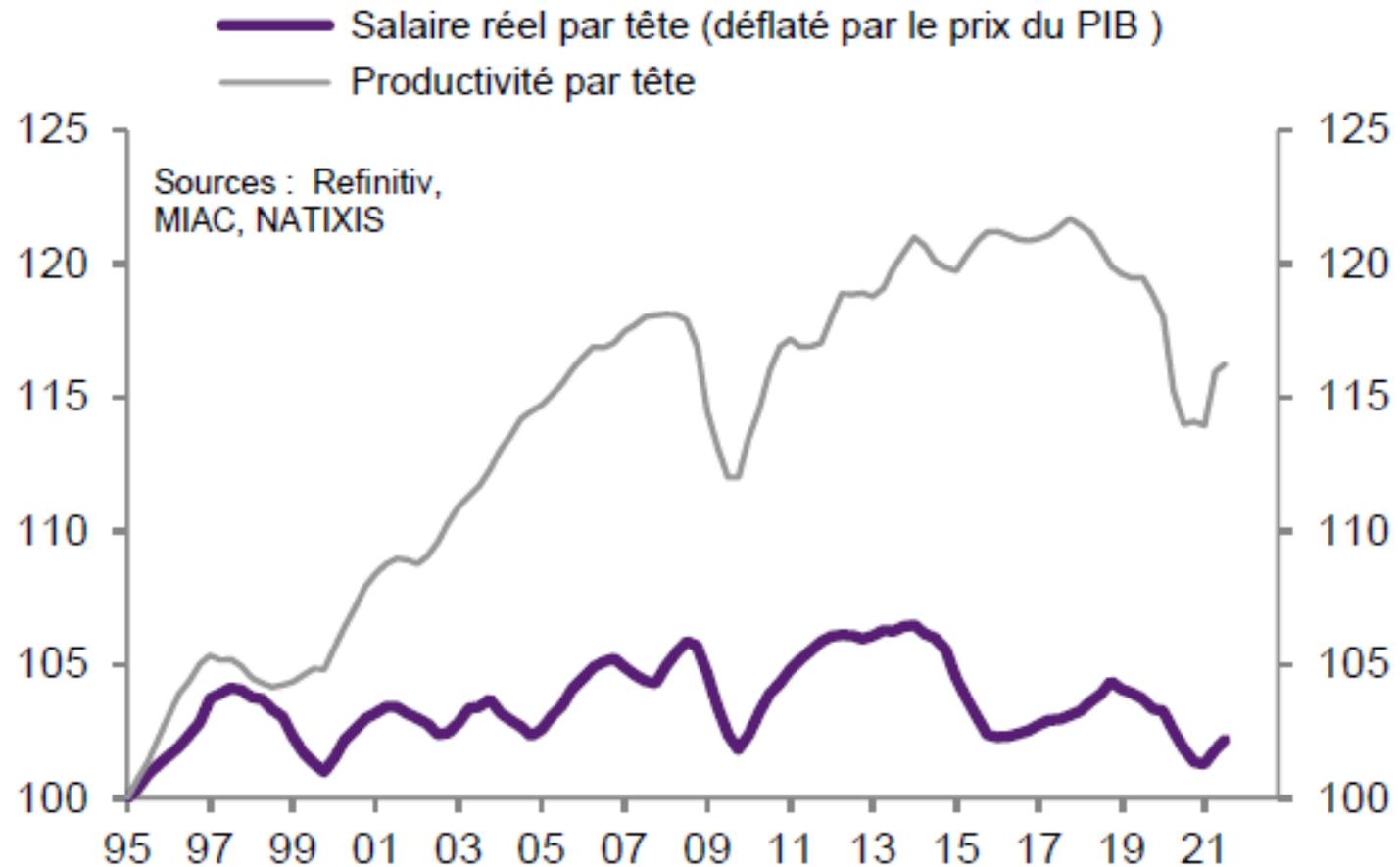
# ÉTATS-UNIS : SALAIRE RÉEL ET PRODUCTIVITÉ PAR TÊTE (100 EN 1980 : 1)



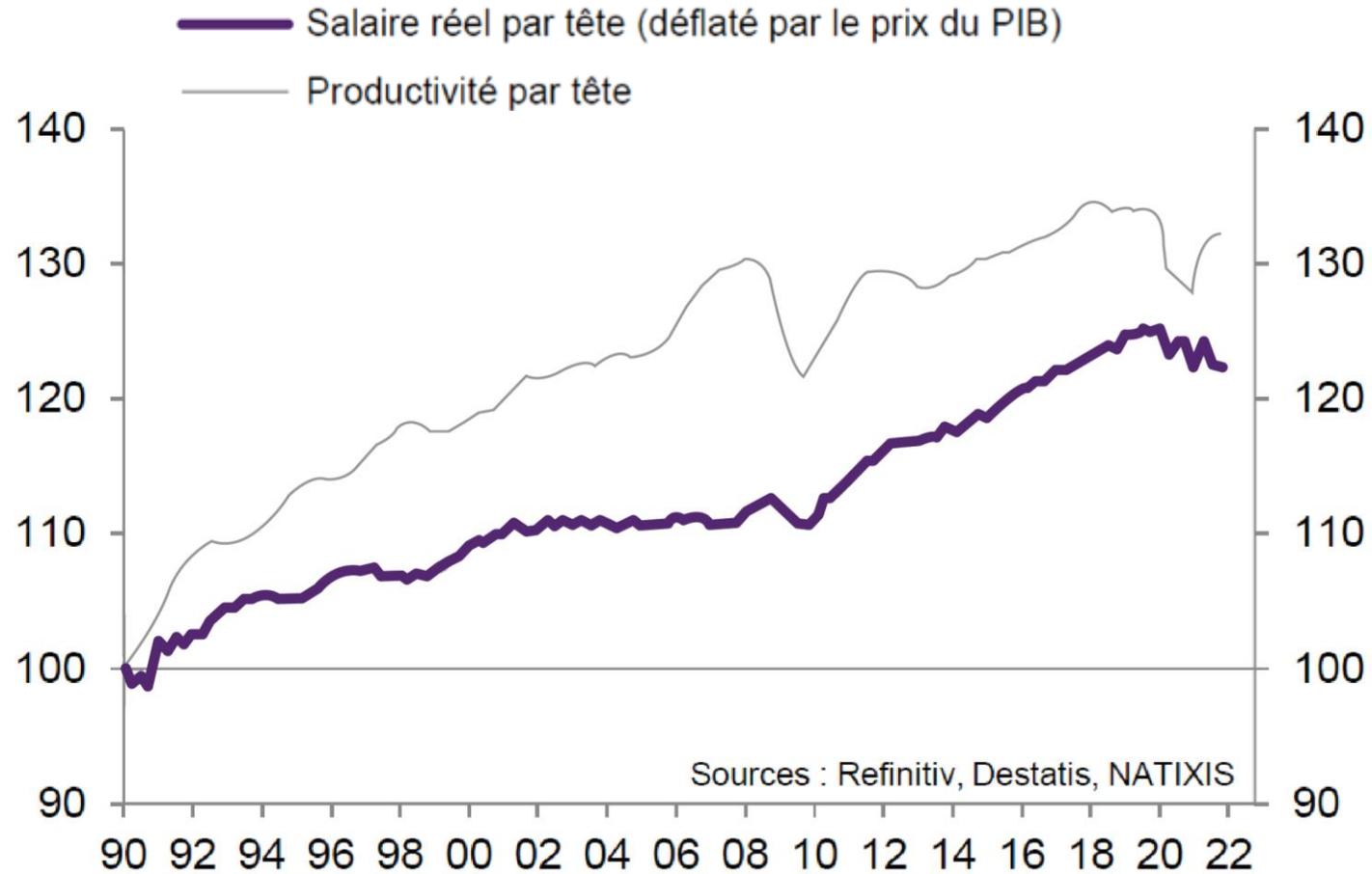
# ZONE EURO : SALAIRE RÉEL ET PRODUCTIVITÉ PAR TÊTE (100 EN 1980 : 1)



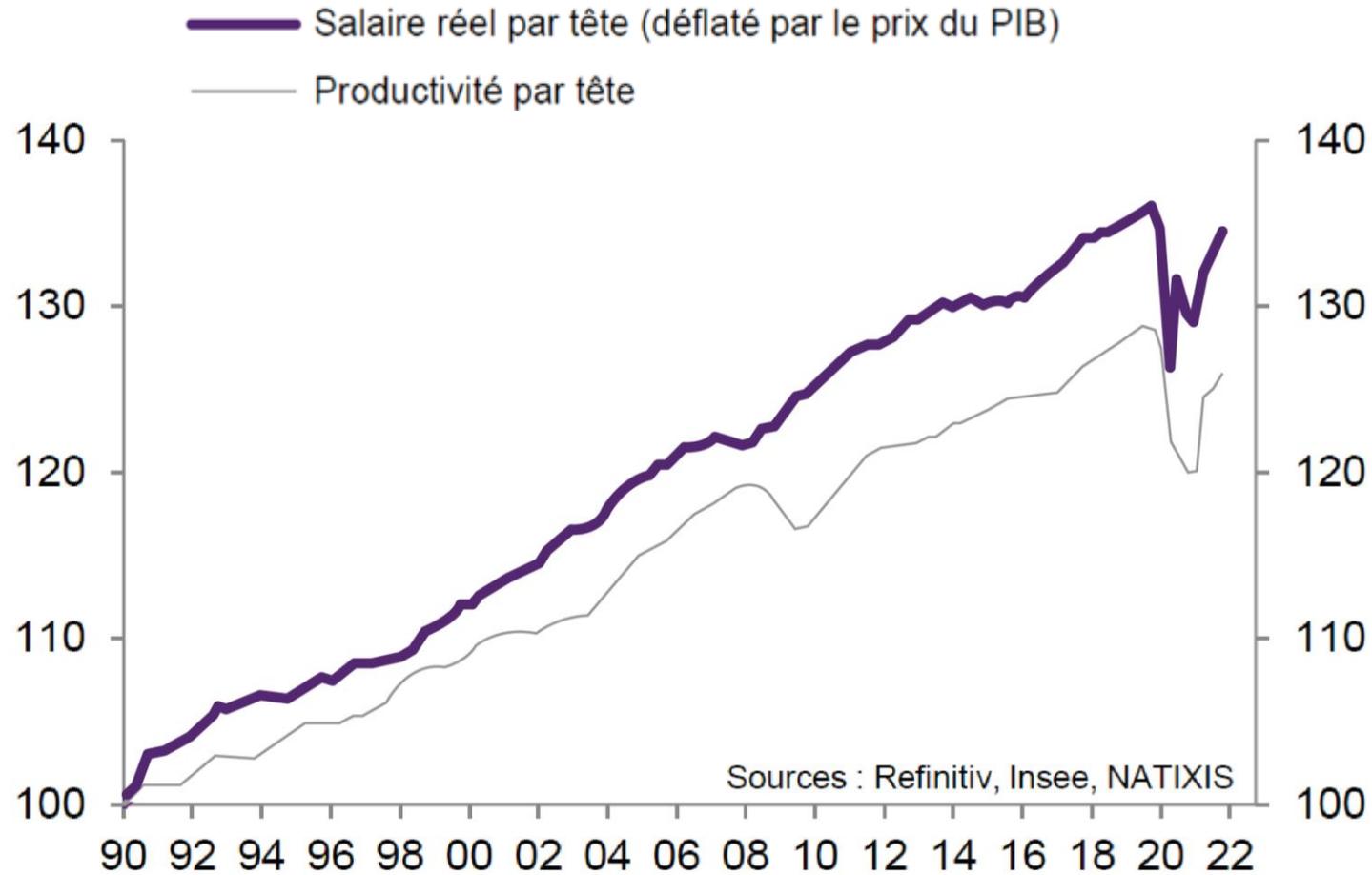
# JAPON : SALAIRE RÉEL ET PRODUCTIVITÉ PAR TÊTE (100 EN 1995 : 1)



# ALLEMAGNE : PRODUCTIVITÉ PAR TÊTE ET SALAIRE RÉEL PAR TÊTE (100 EN 1990:1)



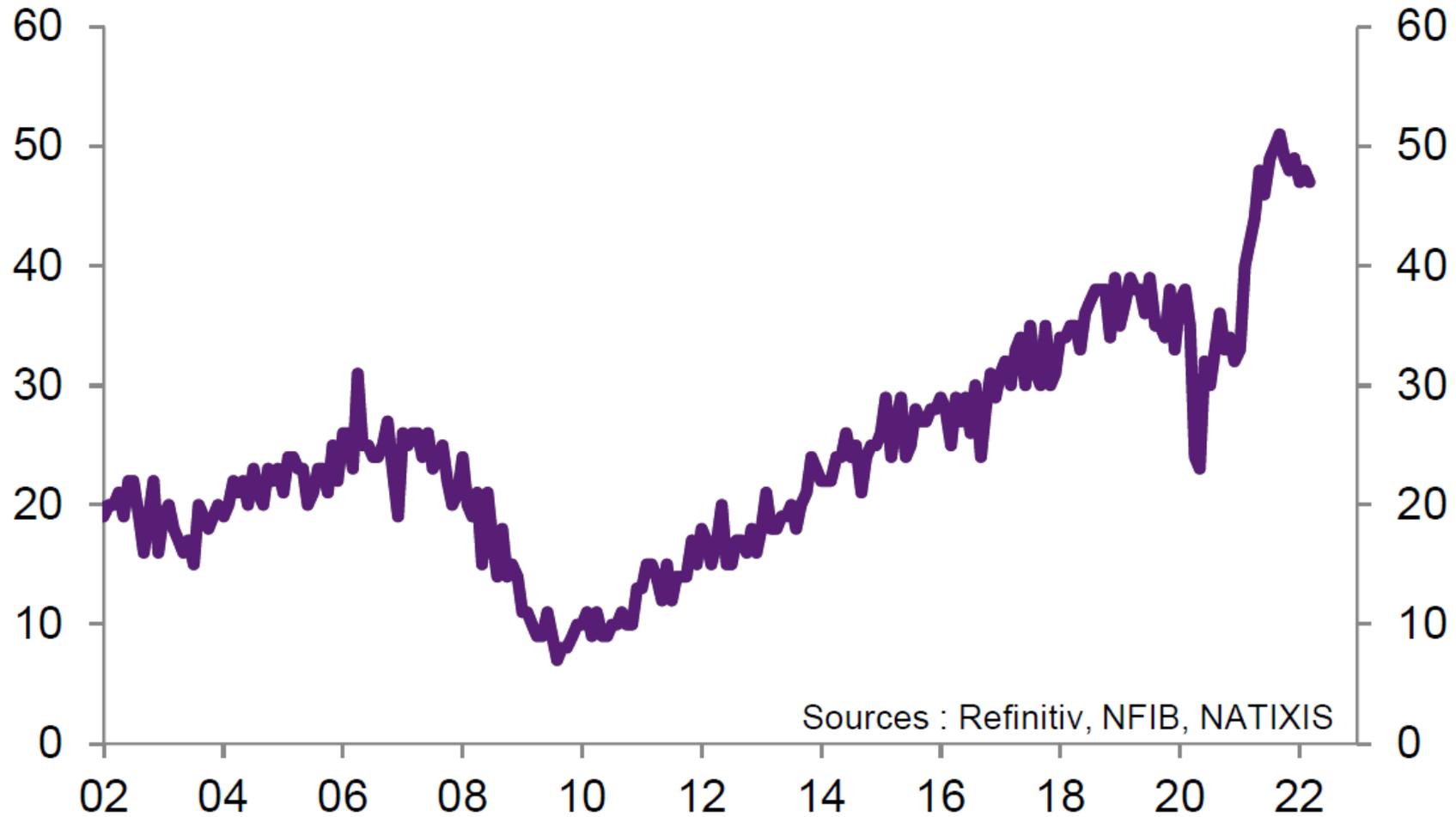
# FRANCE : PRODUCTIVITÉ PAR TÊTE ET SALAIRE RÉEL PAR TÊTE (100 EN 1990:1)



Dans un contexte où la pénurie de travail se retrouve dans de très nombreux pays et dans tous les secteurs, ceux à forte valeur ajoutée comme ceux à faible valeur ajoutée,

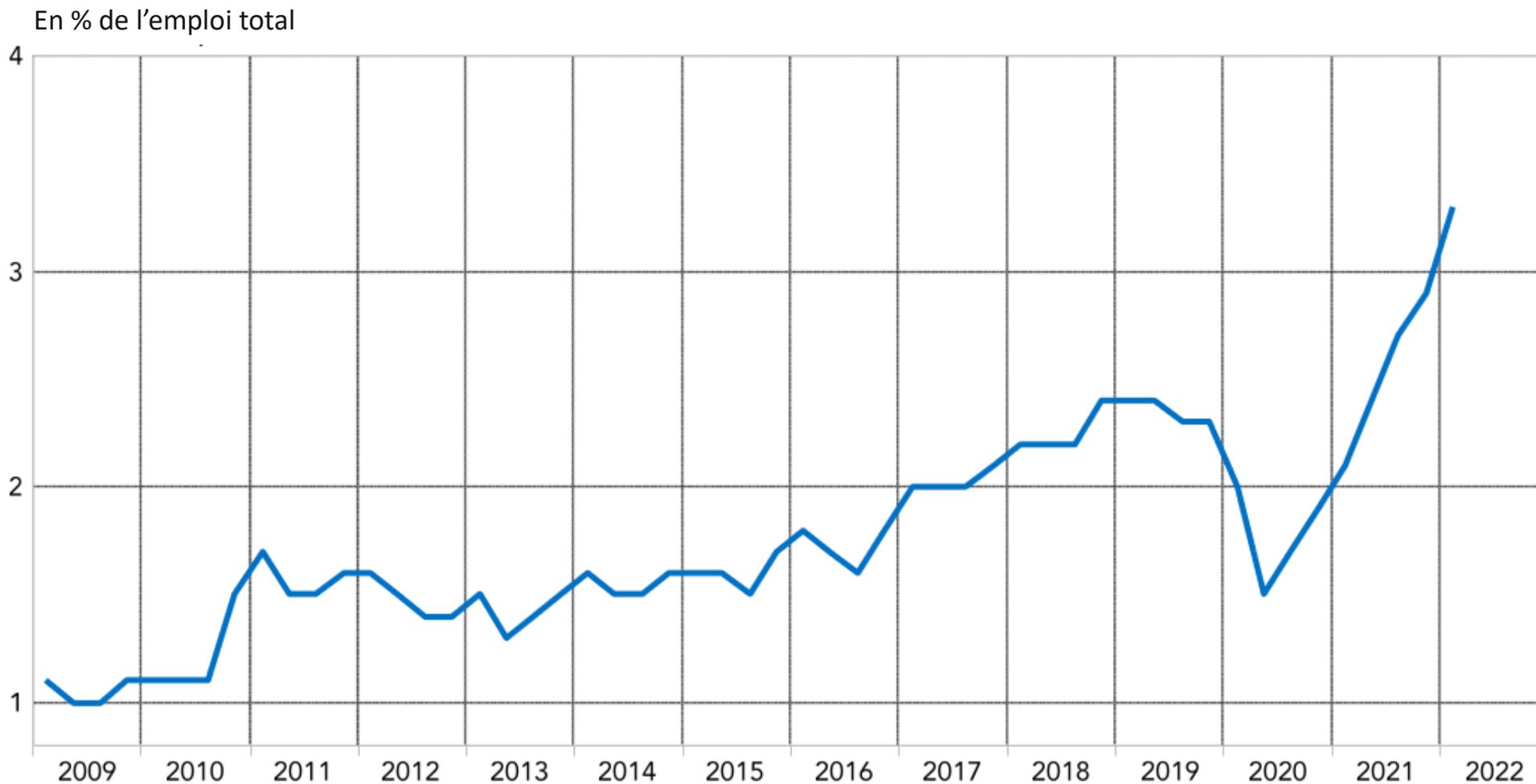
La pression qui en résulte renforce la possibilité d'un changement de cycle et donne un support à l'inflation salariale

## ÉTATS-UNIS : PROPORTION D'ENTREPRISES AYANT DES DIFFICULTÉS DE RECRUTEMENT (EN %)



# ZONE EURO

## TAUX D'EMPLOIS VACANTS DANS L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE



Source : Eurostat

Une dynamique de changement de régime d'inflation, de par :

- ✓ Une indexation progressive des prix sur les prix, des salaires sur les prix et des prix sur les salaires
- ✓ Cette dynamique du changement de régime n'est pas prévisible par les modèles économiques
- ✓ Et quand elle est décelable dans les chiffres, il est trop tard - démondialisation partielle

En outre, coût durablement élevé de la transition énergétique

## I. INFLATION

- ❖ LE TAUX D'INFLATION
- ❖ LES DIFFÉRENTES NATURES D'INFLATION

## II. LA POLITIQUE MONÉTAIRE EST INDISPENSABLE POUR LUTTER CONTRE L'INFLATION

- ❖ LA POLITIQUE MONÉTAIRE DOIT LUTTER CONTRE L'INFLATION
- ❖ COMMENT?

## III. MAIS LA POLITIQUE MONÉTAIRE NE PEUT PAS TOUT – LA NÉCESSITÉ DES RÉFORMES STRUCTURELLES

- ❖ L'ENDETTEMENT MONDIAL N'À JAMAIS ÉTÉ AUSSI ÉLEVÉ
- ❖ DETTES PUBLIQUES ET PRIVÉES, EFFET BOULE DE NEIGE ET RISQUE DE SOLVABILITÉ (L'EXEMPLE FRANÇAIS)
- ❖ LES RÉFORMES ET POLITIQUES STRUCTURELLES SONT INDISPENSABLES

# La politique monétaire doit lutter contre l'inflation :

- Les bienfaits d'une inflation basse (mais non trop basse) et stable versus les dangers d'un régime inflationniste
- Ralentir la demande (offre/demande)
- Ne pas laisser le «désancrage» des anticipations (l'indexation généralisée) s'installer
- Donc, au minimum, conduire la politique monétaire à la neutralité, c'est-à-dire remonter les taux d'intérêt réels jusqu' au niveau du taux de croissance potentielle, par la remontée des taux courts et par un «quantitative tightening»
- Agir avec détermination et clarté

## I. INFLATION

- ❖ LE TAUX D'INFLATION
- ❖ LES DIFFÉRENTES NATURES D'INFLATION

## II. LA POLITIQUE MONÉTAIRE EST INDISPENSABLE POUR LUTTER CONTRE L'INFLATION

- ❖ LA POLITIQUE MONÉTAIRE DOIT LUTTER CONTRE L'INFLATION
- ❖ **COMMENT?**

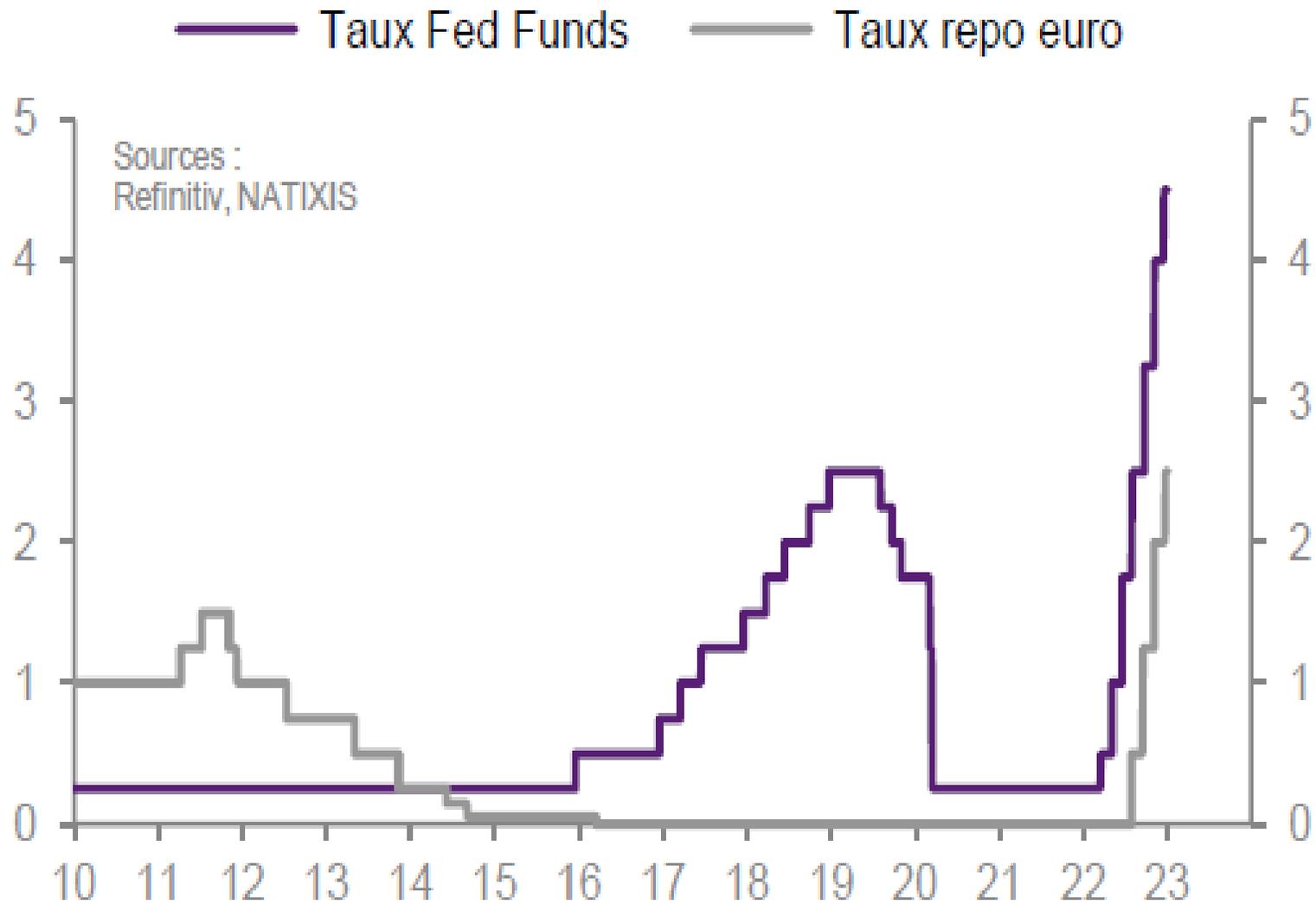
## III. MAIS LA POLITIQUE MONÉTAIRE NE PEUT PAS TOUT – LA NÉCESSITÉ DES RÉFORMES STRUCTURELLES

- ❖ L'ENDETTEMENT MONDIAL N'À JAMAIS ÉTÉ AUSSI ÉLEVÉ
- ❖ DETTES PUBLIQUES ET PRIVÉES, EFFET BOULE DE NEIGE ET RISQUE DE SOLVABILITÉ (L'EXEMPLE FRANÇAIS)
- ❖ LES RÉFORMES ET POLITIQUES STRUCTURELLES SONT INDISPENSABLES

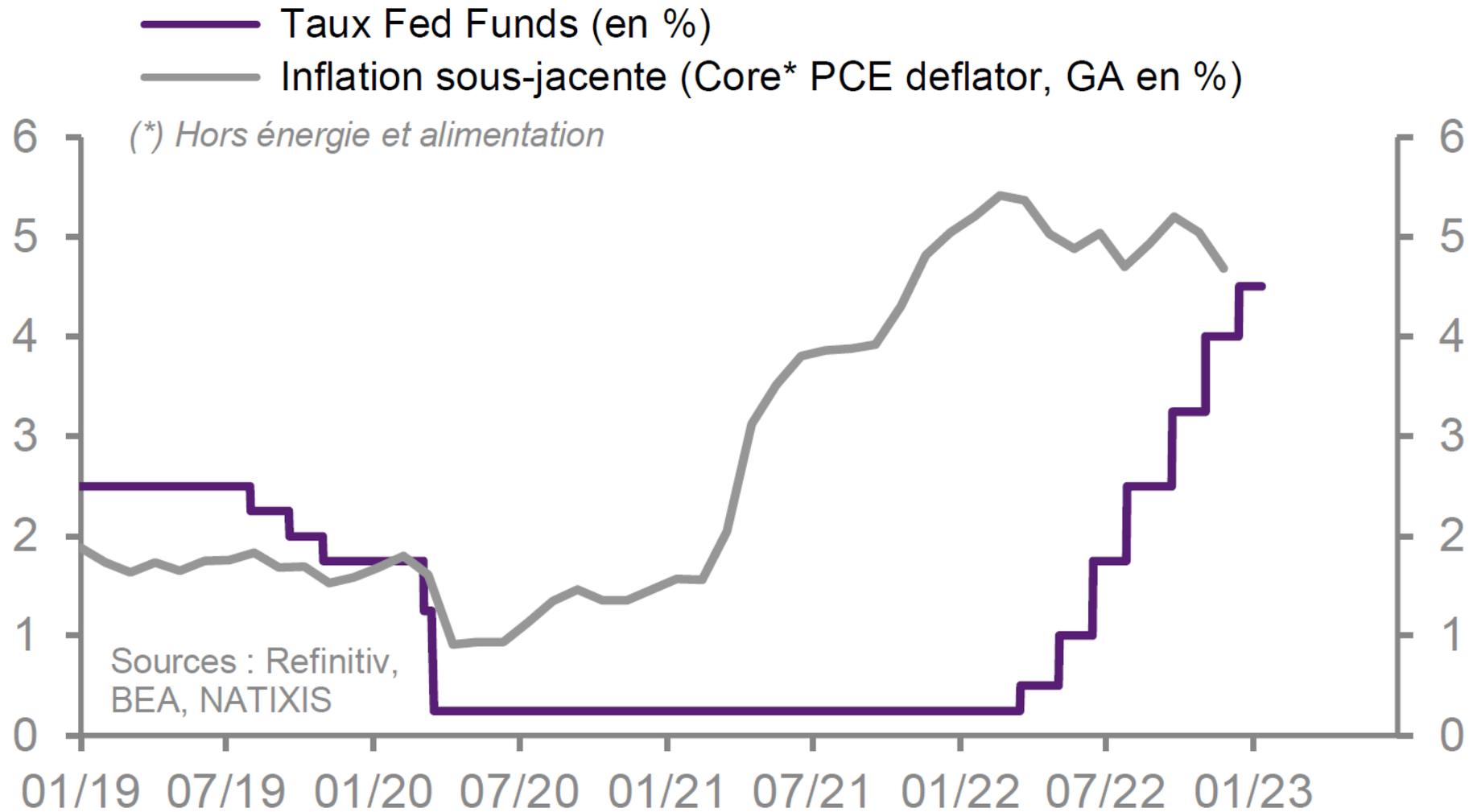
## COMMENT ?

- Mise en place d'un « quantitative tightening »
- Augmentation des taux d'intérêt courts et orientation des taux d'intérêt longs à la hausse
- Mais dans une situation potentiellement explosive de la dynamique entre l'inflation, les taux d'intérêt et la dette

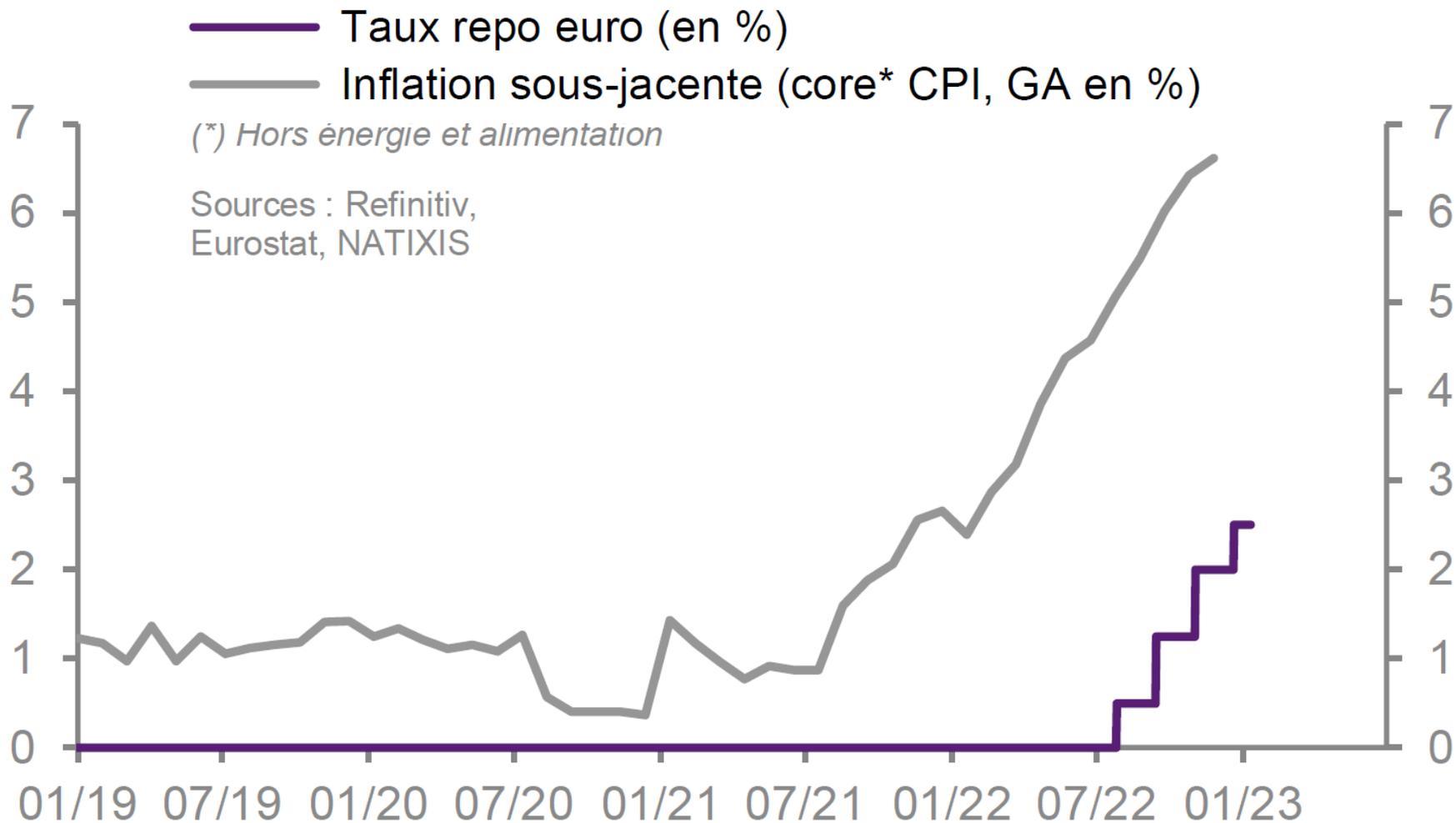
# TAUX D'INTERVENTION DES BANQUES CENTRALES (EN %)



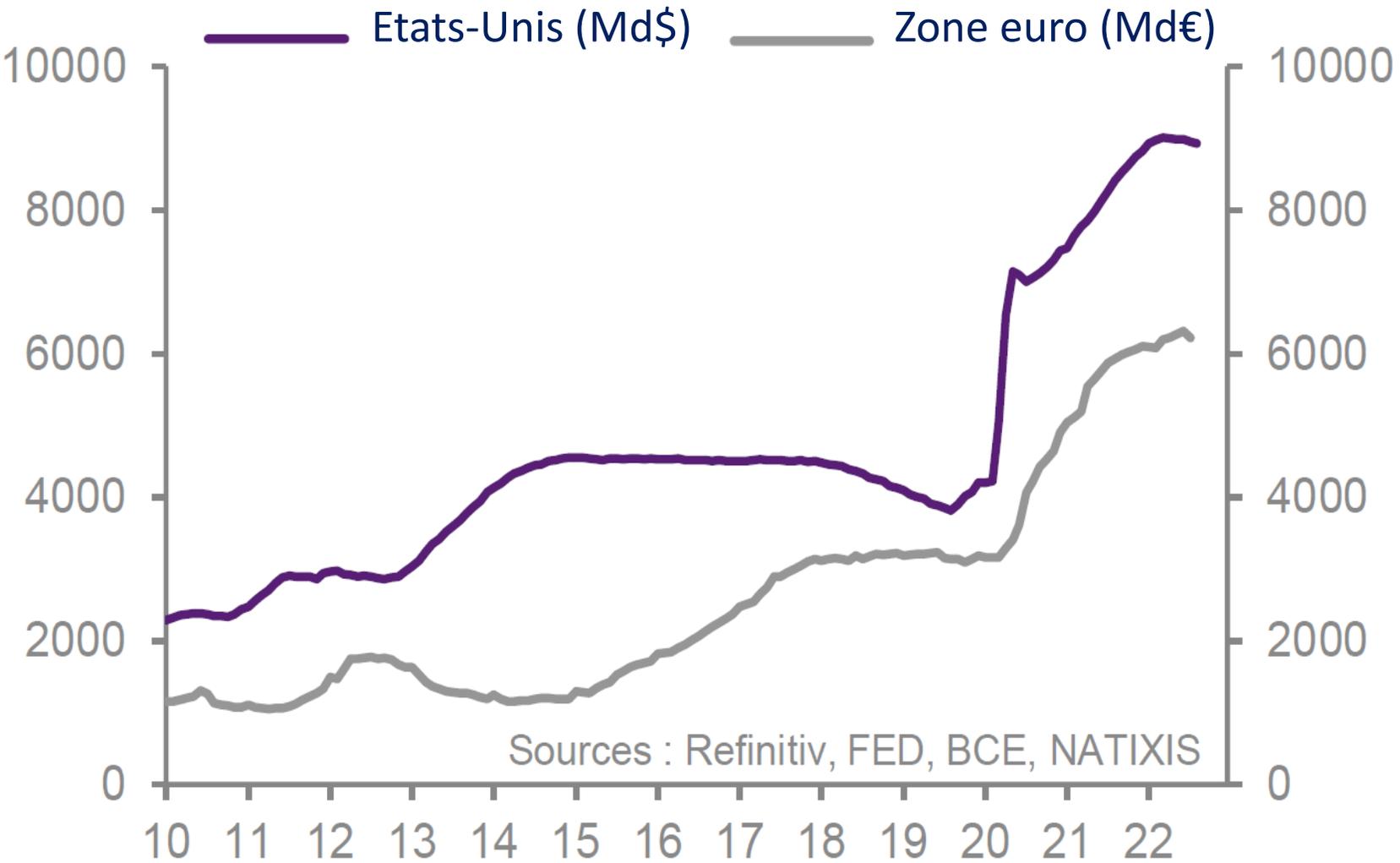
# ÉTATS-UNIS : TAUX FED FUNDS ET INFLATION SOUS-JACENTE



# ZONE EURO : TAUX REPO EURO ET INFLATION SOUS-JACENTE

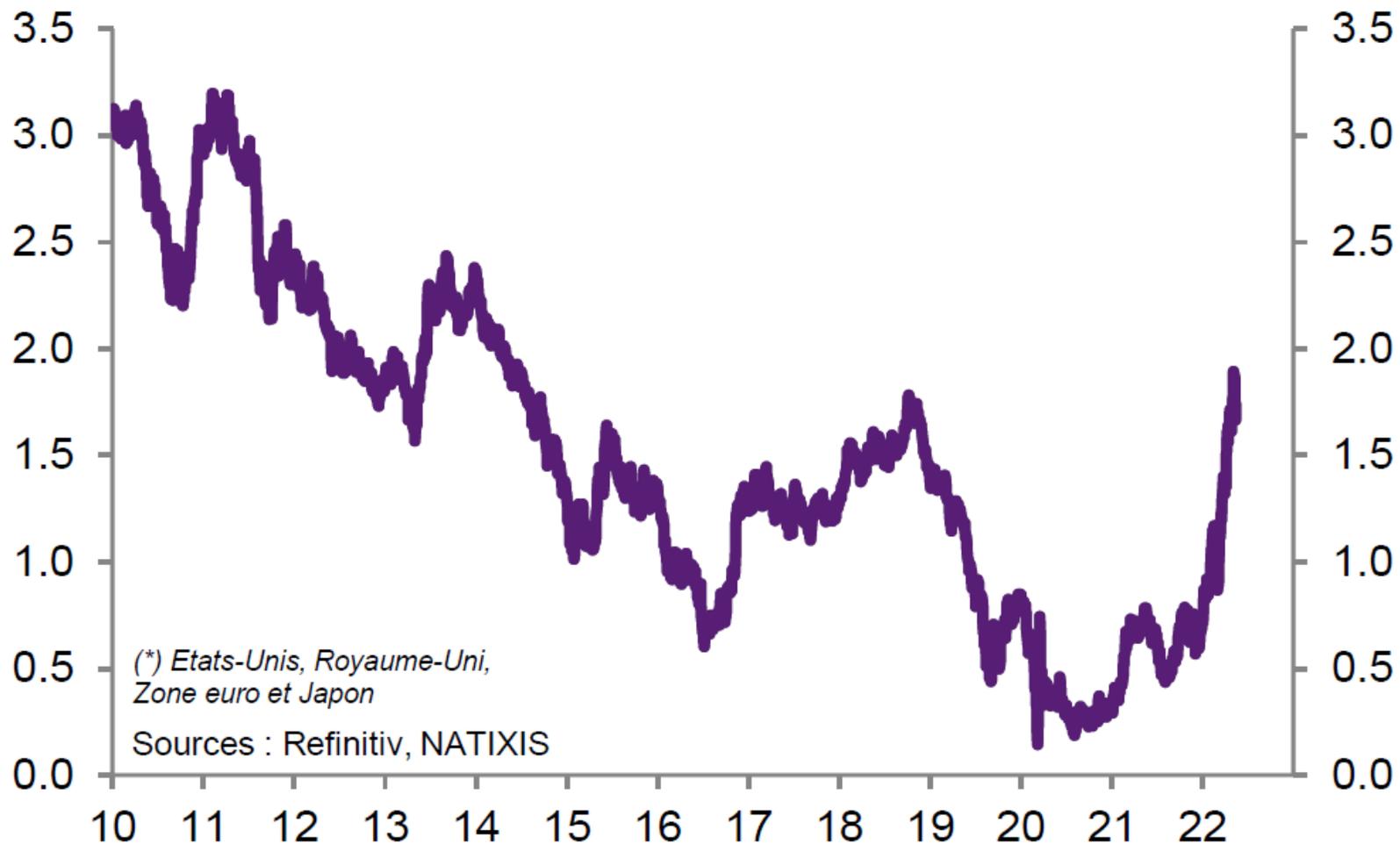


# BASE MONÉTAIRE (MONNAIE LOCALE)

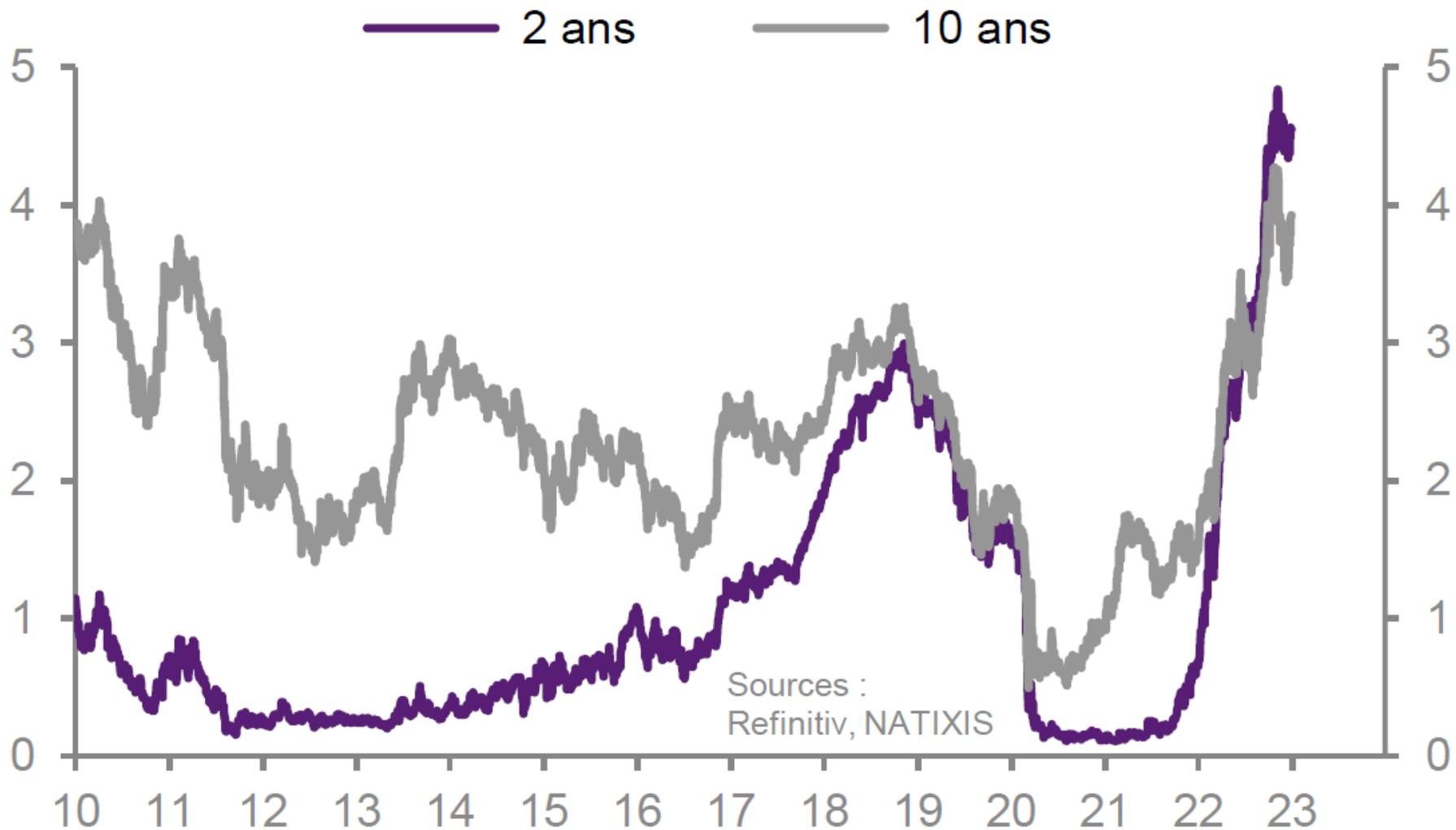


Sources : Refinitiv, FED, BCE, NATIXIS

# OCDE\* : TAUX D'INTÉRÊT À 10 ANS SUR LES EMPRUNTS D'ETAT (EN %)



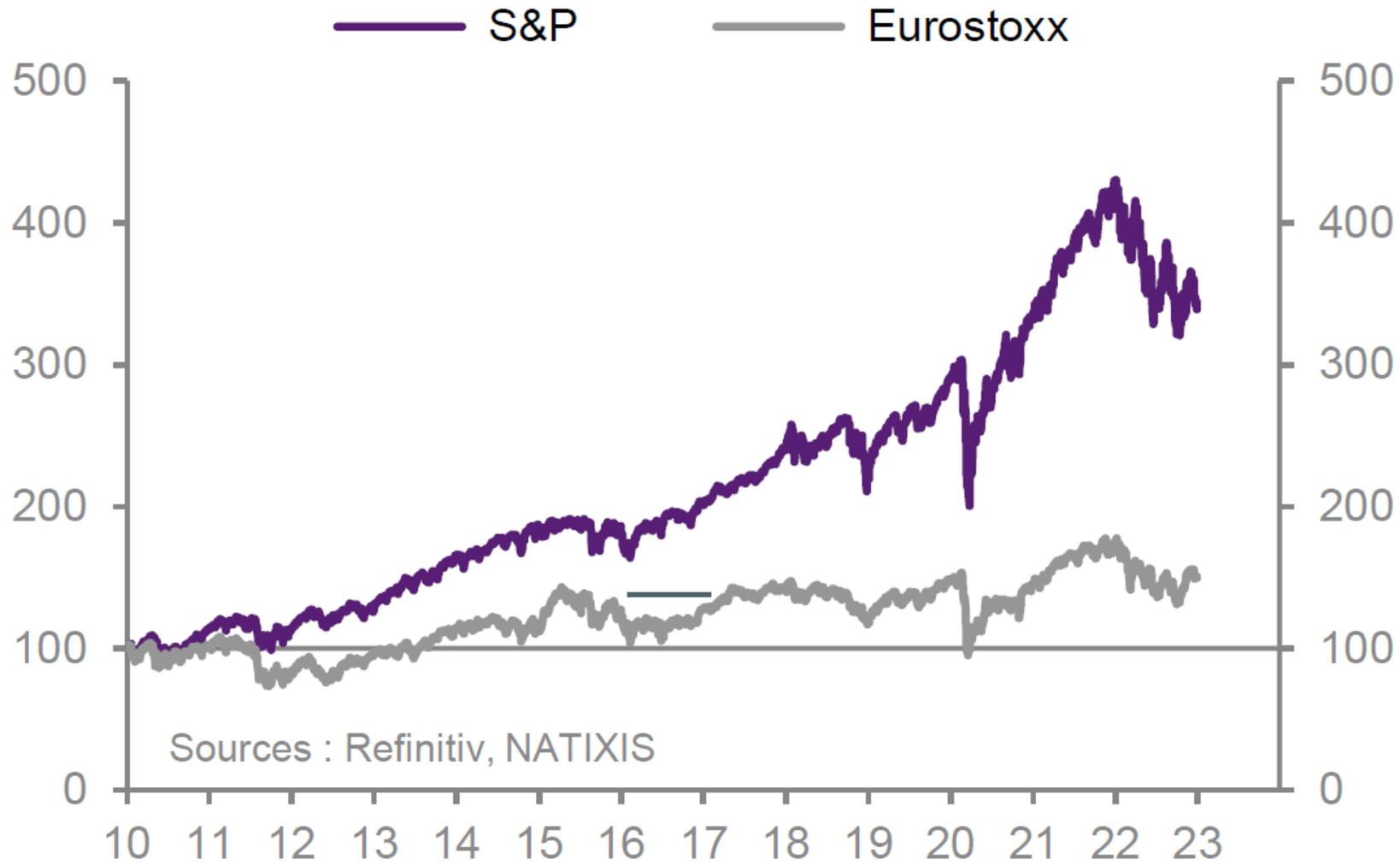
# ETATS-UNIS : TAUX D'INTÉRÊT SUR LES EMPRUNTS D'ETAT (EN %)



# TAUX DES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS



# INDICES BOURSIERS (100 EN 2010:1)



## I. INFLATION

- ❖ LE TAUX D'INFLATION
- ❖ LES DIFFÉRENTES NATURES D'INFLATION

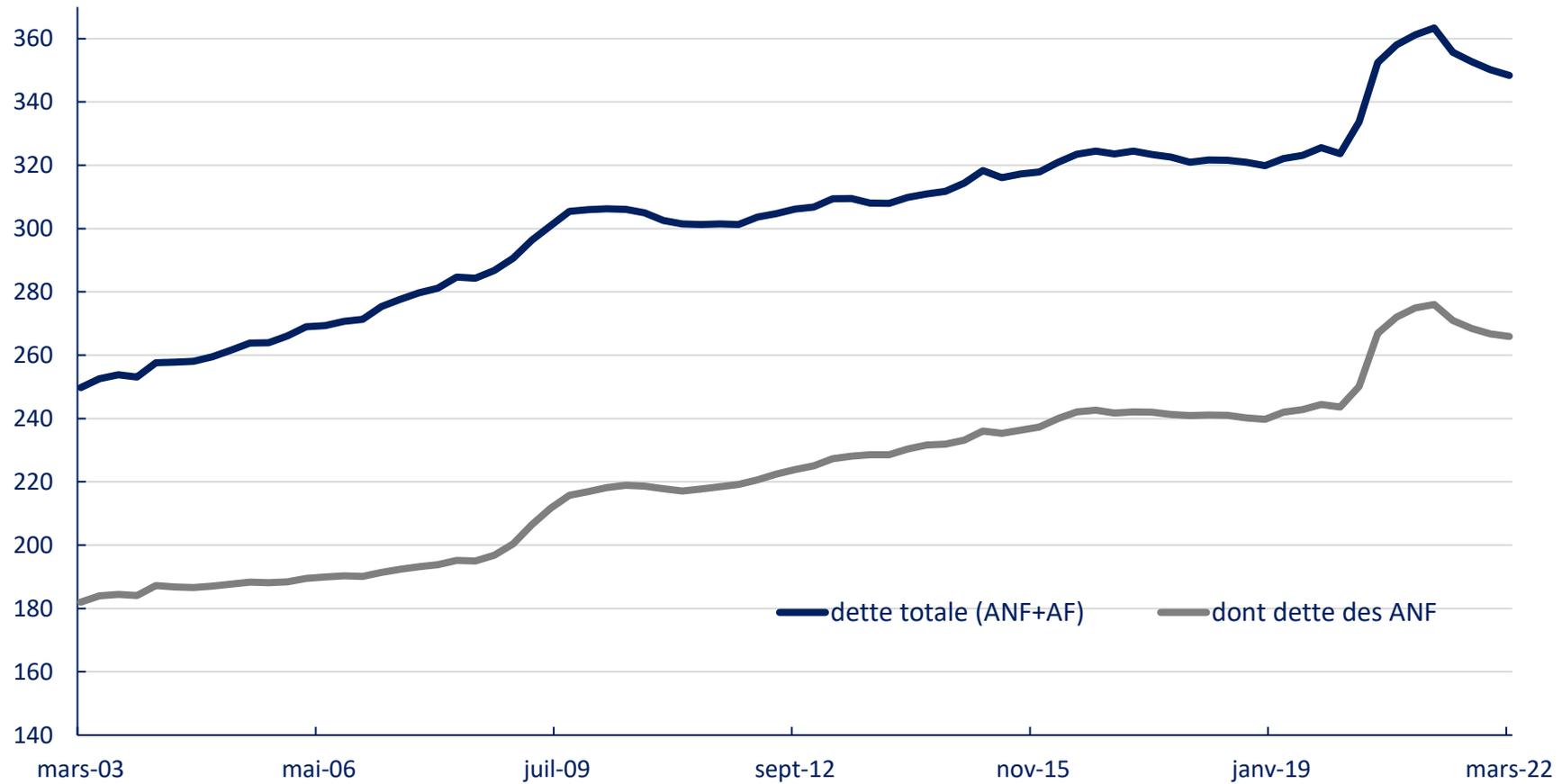
## II. LA POLITIQUE MONÉTAIRE EST INDISPENSABLE POUR LUTTER CONTRE L'INFLATION

- ❖ LA POLITIQUE MONÉTAIRE DOIT LUTTER CONTRE L'INFLATION
- ❖ COMMENT?

## III. MAIS LA POLITIQUE MONÉTAIRE NE PEUT PAS TOUT – LA NÉCESSITÉ DES RÉFORMES STRUCTURELLES

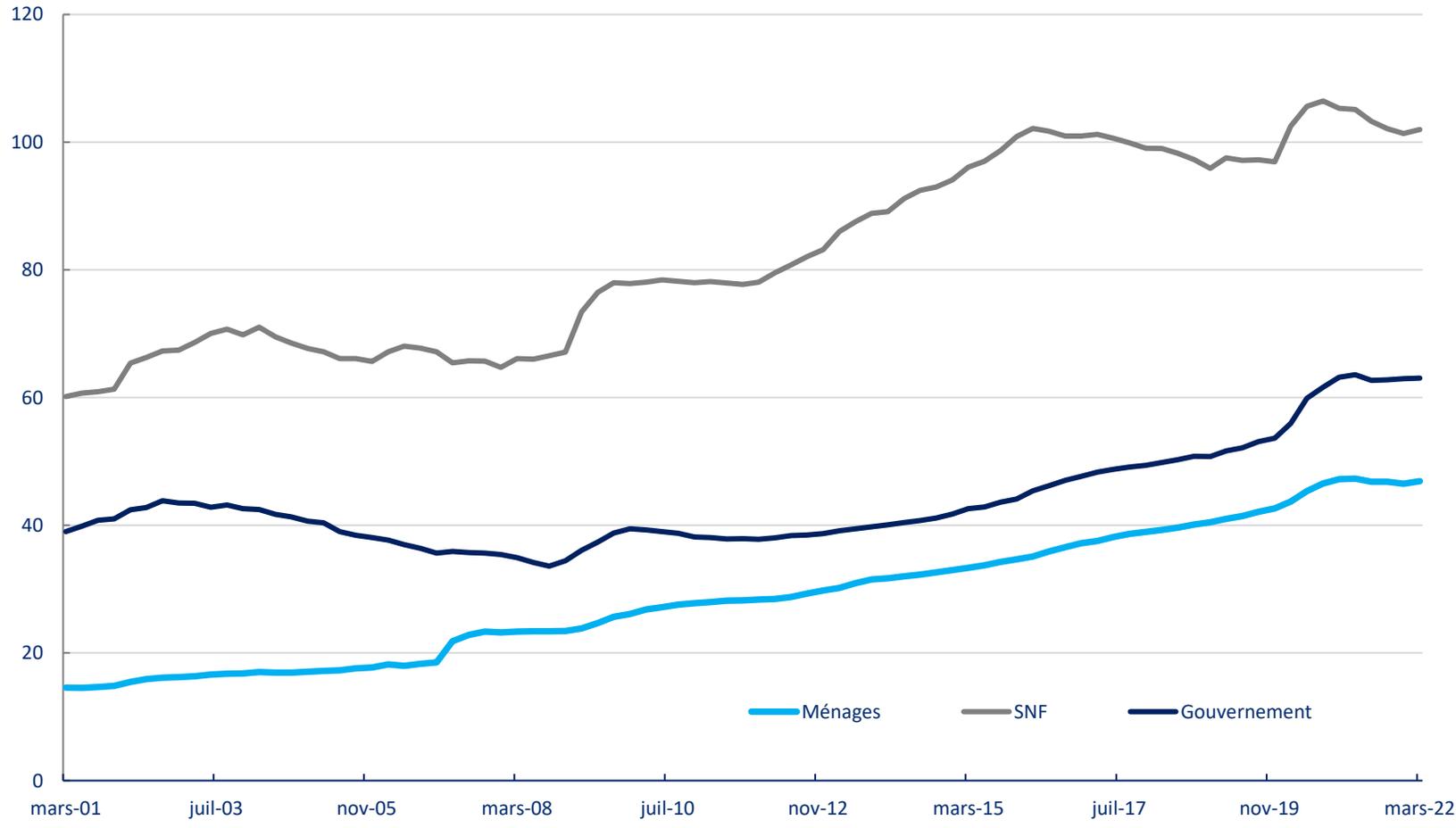
- ❖ **L'ENDETTEMENT MONDIAL N'A JAMAIS ÉTÉ AUSSI ÉLEVÉ**
- ❖ DETTES PUBLIQUES ET PRIVÉES, EFFET BOULE DE NEIGE ET RISQUE DE SOLVABILITÉ (L'EXEMPLE FRANÇAIS)
- ❖ LES RÉFORMES ET POLITIQUES STRUCTURELLES SONT INDISPENSABLES

# DETTE MONDE (% PIB)



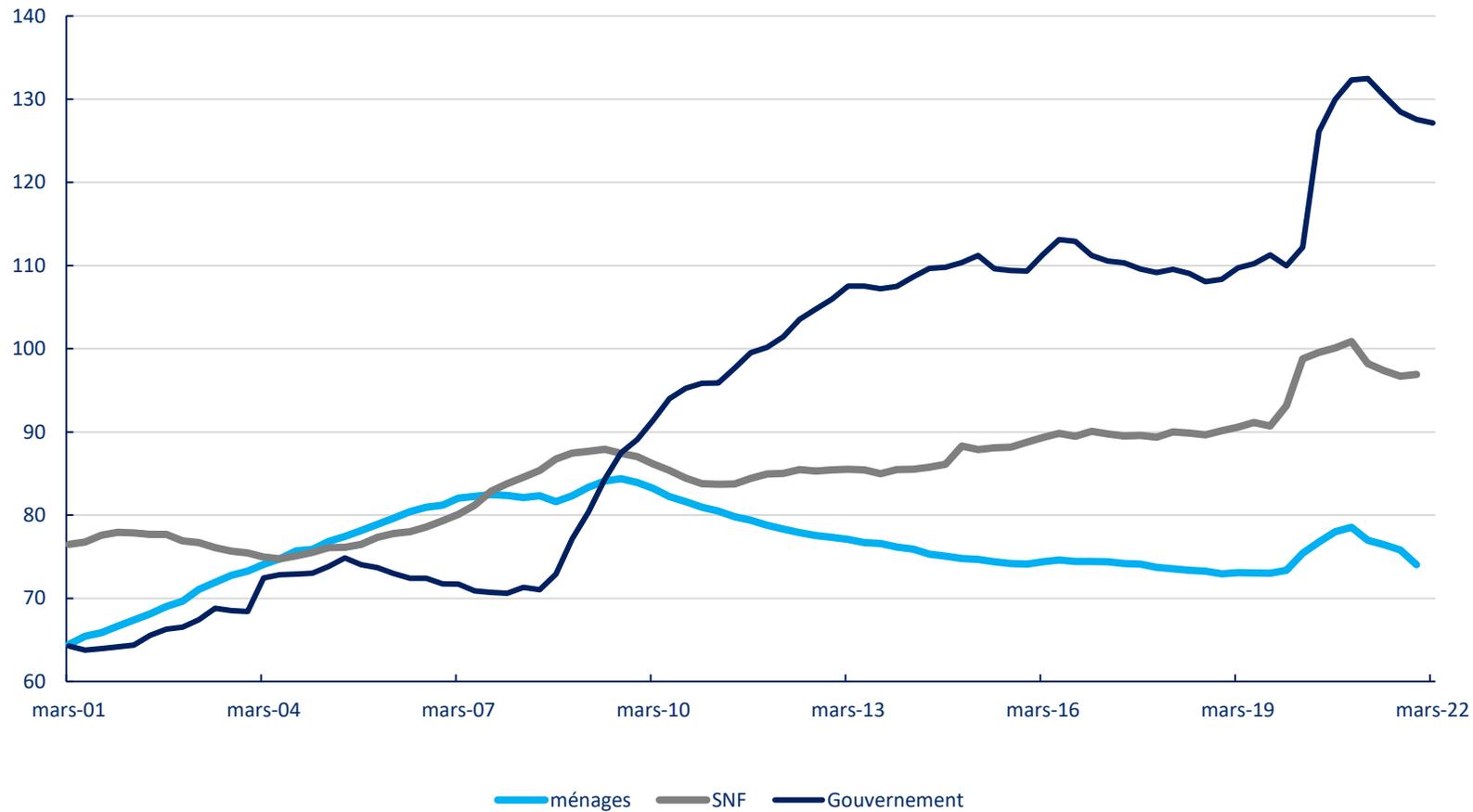
Sources : IIF

# ENDETTEMENT DES PAYS ÉMERGENTS (% PIB)



Sources : IIF

# ENDETTEMENT DES PAYS AVANCÉS (% PIB)



Sources : IIF

## ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT TOTAL ANF (% PIB)

endettement total ANF (%PIB)	déc-00	déc-08	déc-18	déc-19	déc-20	déc.-21	mars-22
Pays avancés	210	239	264	274	321	289	281
EM	114	112	189	203	243	227	230
Etats Unis	187	240	251	255	296	281	275
Japon	308	313	372	381	423	422	425
Zone euro	198	229	258	258	289	279	273
Allemagne	201	199	186	186	205	204	199
France	200	237	316	325	374	358	353
Italie	192	224	252	258	299	282	276
Espagne	181	256	265	264	310	295	284
Royaume Uni	176	239	262	264	306	289	271
Chine	132	139	254	263	292	287	292

## I. INFLATION

- ❖ LE TAUX D'INFLATION
- ❖ LES DIFFÉRENTES NATURES D'INFLATION

## II. LA POLITIQUE MONÉTAIRE EST INDISPENSABLE POUR LUTTER CONTRE L'INFLATION

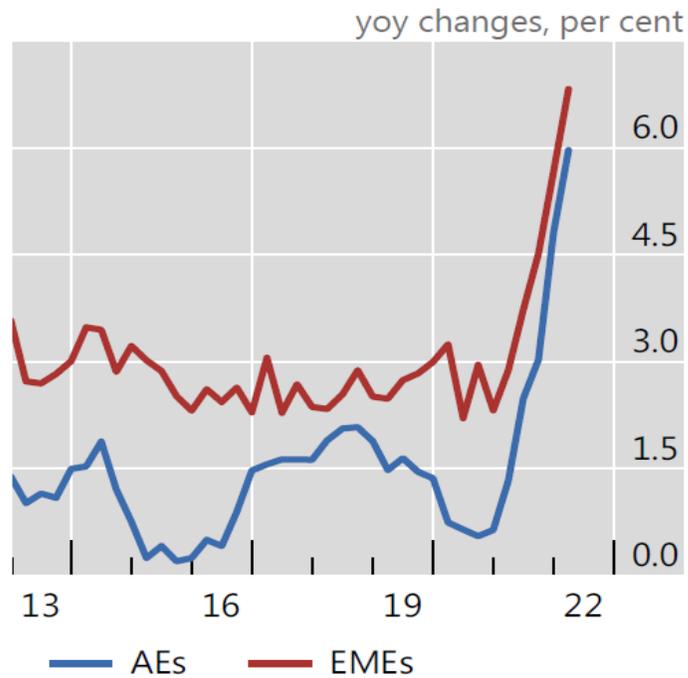
- ❖ LA POLITIQUE MONÉTAIRE DOIT LUTTER CONTRE L'INFLATION
- ❖ COMMENT?

## III. MAIS LA POLITIQUE MONÉTAIRE NE PEUT PAS TOUT – LA NÉCESSITÉ DES RÉFORMES STRUCTURELLES

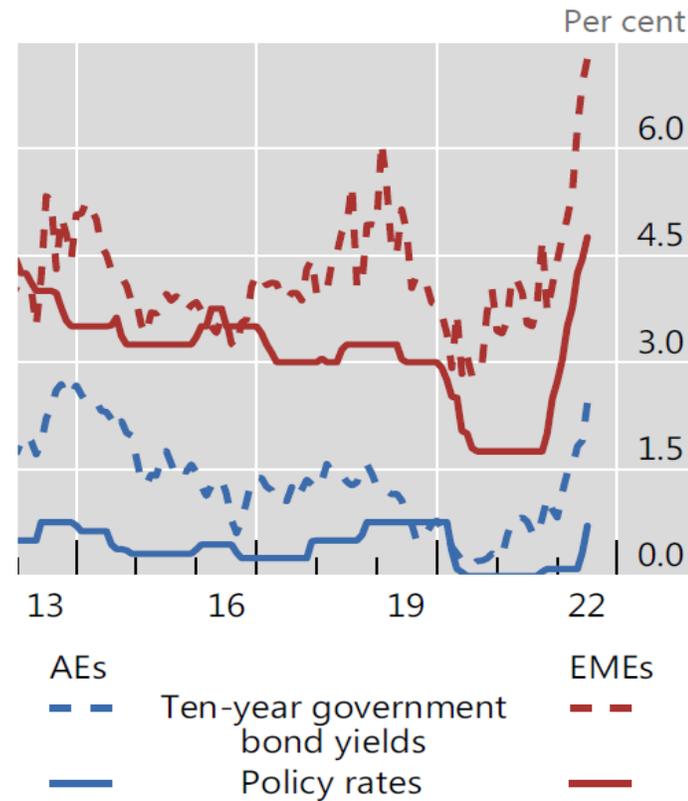
- ❖ L'ENDETTEMENT MONDIAL N'A JAMAIS ÉTÉ AUSSI ÉLEVÉ
- ❖ **DETTES PUBLIQUES ET PRIVÉES, EFFET BOULE DE NEIGE ET RISQUE DE SOLVABILITÉ (L'EXEMPLE FRANÇAIS)**
- ❖ LES RÉFORMES ET POLITIQUES STRUCTURELLES SONT INDISPENSABLES

# A PERFECT STORM BREWING ?

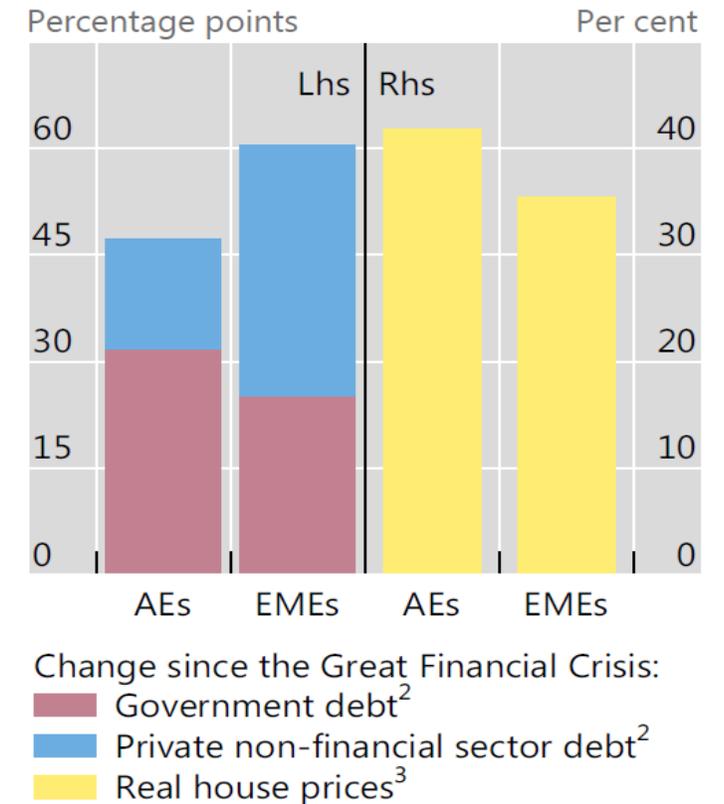
Inflation<sup>1</sup>



Long yields and policy rates<sup>1</sup>



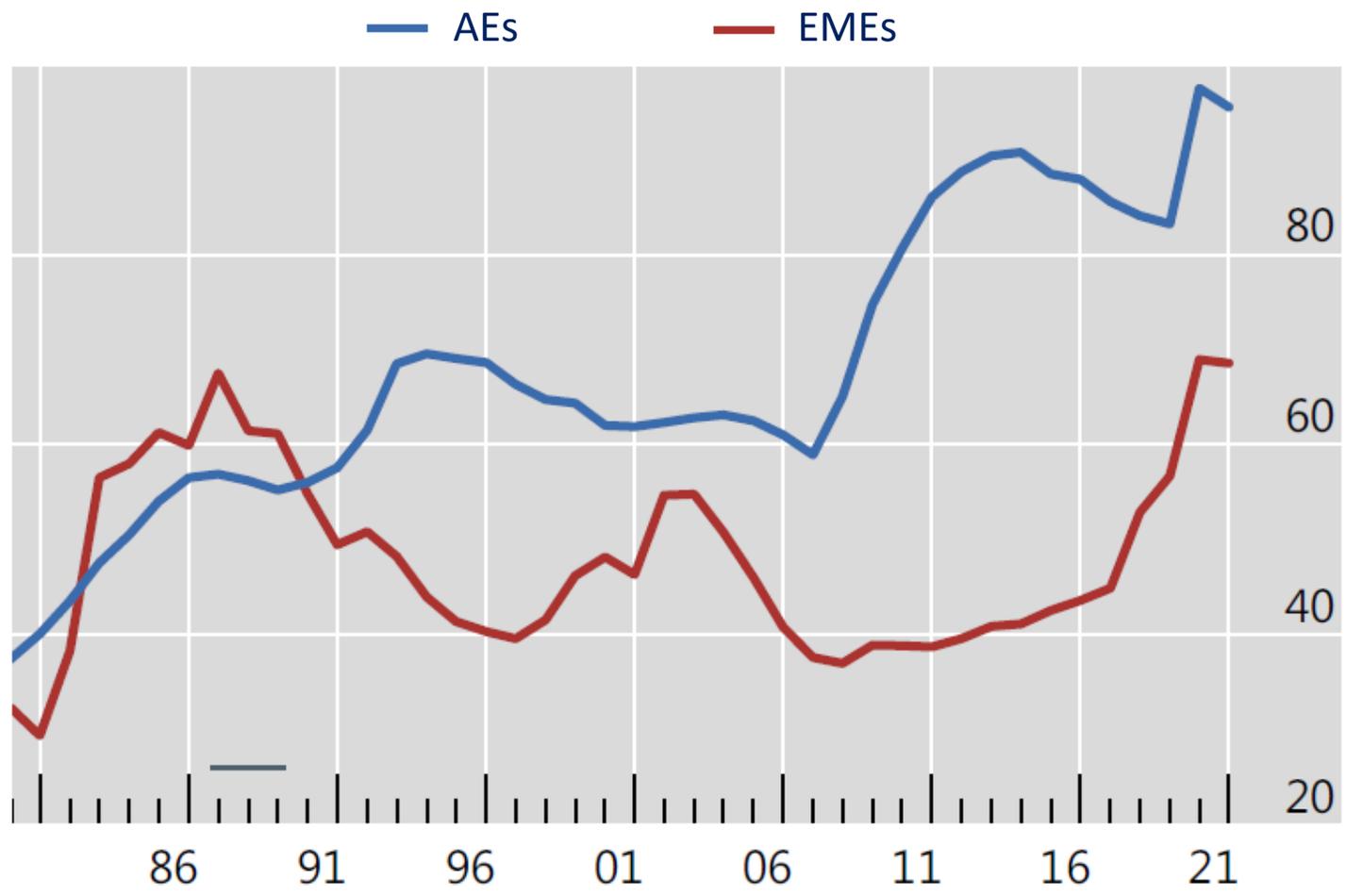
Changes since the GFC



<sup>1</sup> Median of 11 advanced economies (AEs) and 21 emerging market economies (EMEs). <sup>2</sup> Median change in the debt-to-GDP ratio since Q3 2008. <sup>3</sup> Median change in real property prices since Q3 2008.

Sources: Bloomberg; national data; BIS; BIS calculations.

# PUBLIC DEBT AS A PERCENTAGE OF GDP



Median of 22 AEs and that of 27 EMEs

La politique monétaire est donc très contrainte et doit suivre un chemin très étroit consistant à sortir avec détermination et avec précaution de son orientation très accommodante :

- Pour éviter le danger d'un éclatement brutal des bulles et une crise d'insolvabilité due aux taux d'endettement publics et privés élevés
- Et pour éviter autant que possible de provoquer, par la remontée des taux, une forte récession, en infléchissant trop fortement la trajectoire de la demande
- En outre , dans le déséquilibre offre/demande, la politique monétaire ne peut pas accroître l'offre de produits importés, elle ne peut à court terme qu'influencer le niveau de la demande interne
- Et les politiques budgétaires sont elles mêmes déjà très contraintes (niveaux des déficits publics et des dettes publiques)

## I. INFLATION

- ❖ LE TAUX D'INFLATION
- ❖ LES DIFFÉRENTES NATURES D'INFLATION

## II. LA POLITIQUE MONÉTAIRE EST INDISPENSABLE POUR LUTTER CONTRE L'INFLATION

- ❖ LA POLITIQUE MONÉTAIRE DOIT LUTTER CONTRE L'INFLATION
- ❖ COMMENT?

## III. MAIS LA POLITIQUE MONÉTAIRE NE PEUT PAS TOUT – LA NÉCESSITÉ DES RÉFORMES STRUCTURELLES

- ❖ L'ENDETTEMENT MONDIAL N'A JAMAIS ÉTÉ AUSSI ÉLEVÉ
- ❖ DETTES PUBLIQUES ET PRIVÉES, EFFET BOULE DE NEIGE ET RISQUE DE SOLVABILITÉ (L'EXEMPLE FRANÇAIS)
- ❖ **LES RÉFORMES ET POLITIQUES STRUCTURELLES SONT INDISPENSABLES**

# Les réformes et politiques structurelles sont indispensables :

- pour accroître à court comme à moyen-long terme l'offre (de biens et services, mais aussi de travail)
- pour élever le niveau de croissance potentielle (pour faciliter la résolution du problème de l'endettement , comme pour les recettes publiques)

**MERCI DE VOTRE ATTENTION**