



**GROUPE ALPHA**  
SECAFI-SEMAPHORES



# Pourquoi l'inflation risque-t-elle d'être durable ?

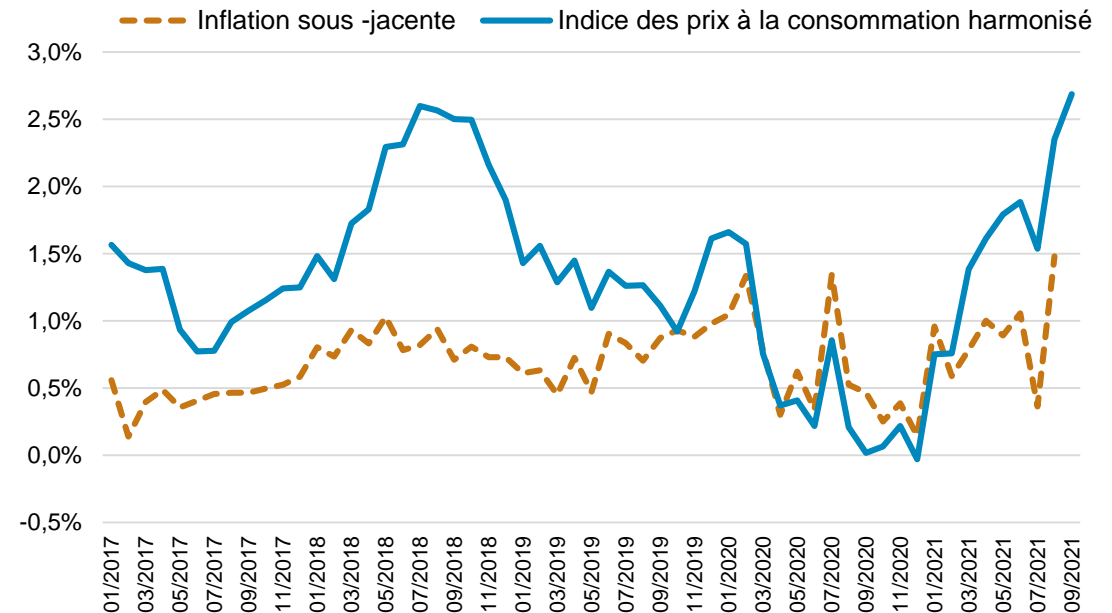
**Alice Rustique**  
Centre Etudes & Prospective  
[alice.rustique@groupe-alpha.com](mailto:alice.rustique@groupe-alpha.com)

# Après une année blanche, l'inflation redémarre

- > La crise sanitaire a provoqué une chute conjointe de l'offre et de la demande. L'inflation a ainsi fortement diminué pour s'établir à 0,5% en 2020.
- > Mais depuis début 2021, **l'inflation rebondit vigoureusement**. En septembre, l'IPCH\* a atteint **2,7%** en France et devrait se maintenir au dessus de 2% sur la fin de l'année 2021. En moyenne sur **l'année 2021, l'IPCH devrait s'élever à 1,8%**, en lien avec le fort rebond du PIB (6,3% prévu pour 2021).
- > **Plusieurs facteurs expliquent la hausse de l'inflation** en France et dans le Monde (+3,4% en Europe et +5,4% aux USA en septembre 2021)
  - **Désajustement entre l'offre et la demande** lors du fort rebond non anticipé de la demande fin 2020 (demande liée aux équipements électriques, téléphonie, mobilier, etc.). L'offre, qui avait réduit ses capacités de production pendant les confinements, éprouve des difficultés à répondre à la demande à court terme. Il s'ensuit une hausse logique des prix.
  - **Forte hausse des prix de l'énergie et des matières premières**. Le prix du pétrole dépasse les 80 dollars et le prix du gaz européen a été multiplié par 4,5 depuis 2020. Les prix des métaux, du coton, des plastiques et des denrées alimentaires explosent. Hausse prolongée de certains composants et produits manufacturés (semi-conducteurs).
  - **Perturbation du commerce mondial**, flambée du prix du transport maritime (+ 400% pour le fret depuis 2020), allongement des délais de livraison, tensions d'approvisionnement, pénuries.
  - **Plans de relance**, politique budgétaire expansionniste, aides aux entreprises et aux particuliers qui stimulent la demande et donc font pression sur les prix.
  - Investissement massif dans la **transition écologique**, électrification de l'économie, pression sur les prix nécessaire à cette transition : cobalt, lithium, etc.

## Evolution de l'indice des prix à la consommation

En glissement annuel



Source : Banque de France, Insee. L'inflation sous-jacente permet de dégager une tendance de fond sur l'évolution des prix. L'indice exclue les prix alimentaires et énergétiques qui subissent des mouvements très volatils.

A noter que **l'inflation sous-jacente**, qui reflète l'évolution intrinsèque des prix (indice des prix hors prix alimentaires et énergétiques par nature fluctuants) est en hausse depuis l'été 2021. Cette évolution pourrait traduire une **hausse structurelle des prix**.

\*Indice des prix à la consommation harmonisé

# Le canal des prix de l'énergie et des plans de relance

L'inflation pourrait être durable, en raison de 4 facteurs structurants :

1. Les prix de l'énergie devraient continuer à progresser.
2. Les plans de relance adoptés pour répondre à la crise sont de nature à stimuler durablement la demande et donc les prix.
3. La crise a poussé les ménages à constituer une épargne de précaution, qui devrait être consommée dans les mois et années à venir.
4. Plusieurs signes sur les marchés mondiaux montrent que l'économie pourrait s'inscrire dans un régime inflationniste plus élevé .

1. La hausse des prix de l'énergie n'est pas finie



Hausse durable des prix



2. Les plans de relance adoptés pour répondre à la crise sont de nature à redresser l'inflation

> Les investissements dans l'amont de l'industrie pétro-gazière sont **insuffisants** depuis plusieurs années pour maintenir la pérennité de l'adéquation offre-demande. La pandémie a accentué ce phénomène de désinvestissement.

> On pourrait assister à une **hausse auto-entretenu du prix de l'énergie**. La hausse du prix du gaz entraîne une hausse du prix de la tonne de CO<sub>2</sub> dans la mesure où elle pousse les consommateurs à se rabattre sur le charbon, ce qui nécessite d'acheter davantage de quotas CO<sub>2</sub>. La tonne de CO<sub>2</sub> est ainsi passée de 25 € en 2019 à 60 €. Mais en retour, celle-ci tire le prix du gaz et de l'électricité vers le haut : les producteurs augmentent les prix pour compenser la hausse de celui du carbone.

> **Le réchauffement climatique alimente la hausse structurelle des prix de l'énergie**. La perspective d'un renforcement de la réglementation européenne sur les quotas de CO<sub>2</sub> et la taxe carbone dans le cadre du Green Deal tirent les prix vers le haut à moyen terme.

> La pandémie a conduit les gouvernements à adopter des plans de soutien massif à l'économie. Ces **plans de relance** sont de nature à stimuler la demande (notamment *via* l'investissement dans la **transition écologique**) sur plusieurs années. Les prix devraient ainsi rester sous pression.

> Avec ce nouveau traitement de la crise, on pourrait assister à **une nouvelle donne économique et à la fin de stagnation séculaire**. Le traitement de la crise a changé entre 2008 et 2020. En 2008, la création monétaire des banques centrales a surtout permis d'alimenter les marchés financiers : le prix des actifs a augmenté mais l'inflation est restée atone. Au contraire, en 2020, la création monétaire a directement été versée aux particuliers et aux entreprises (indemnités, prêts, investissement public), ce qui permet de dynamiser la **demande réelle** et donc l'inflation. Ces plans de relance rompent avec l'idéologie libérale anti-inflation à l'œuvre depuis 40 ans. Parallèlement, il semble que la lutte contre l'inflation soit en passe de ne plus être l'objectif premier des banques centrales.

# Le canal de l'épargne et des marchés

## 3. Un surplus d'épargne mobilisable



Hausse durable  
des prix



## 4. Signes de tensions sur les marchés financiers et commerciaux

La pandémie a conduit les ménages à constituer un surplus d'épargne financière (157 milliards d'euros au T2 2021, soit 7 pts de PIB). Avec la réouverture des économies et la hausse de la confiance des ménages, cette épargne pourrait être **mobilisée pour la consommation** dans les mois qui viennent, ce qui poussera les prix à la hausse. Selon la Banque de France, après avoir atteint 28% au plus haut de la crise, le taux d'épargne des ménages devrait diminuer (14,6% en 2022).



Source : Markit, Refinitiv et Société Générale Études économiques et sectorielles

\*Les swaps d'inflation illustrent la perception du risque d'inflation par les marchés. Ils garantissent à leurs utilisateurs des flux de trésorerie directement liés à l'indice de prix, pour une période de temps prédéterminée. Ainsi, le taux du swap d'inflation peut être considéré comme l'opinion du marché sur les taux d'inflation annuels moyens pendant la durée du swap.

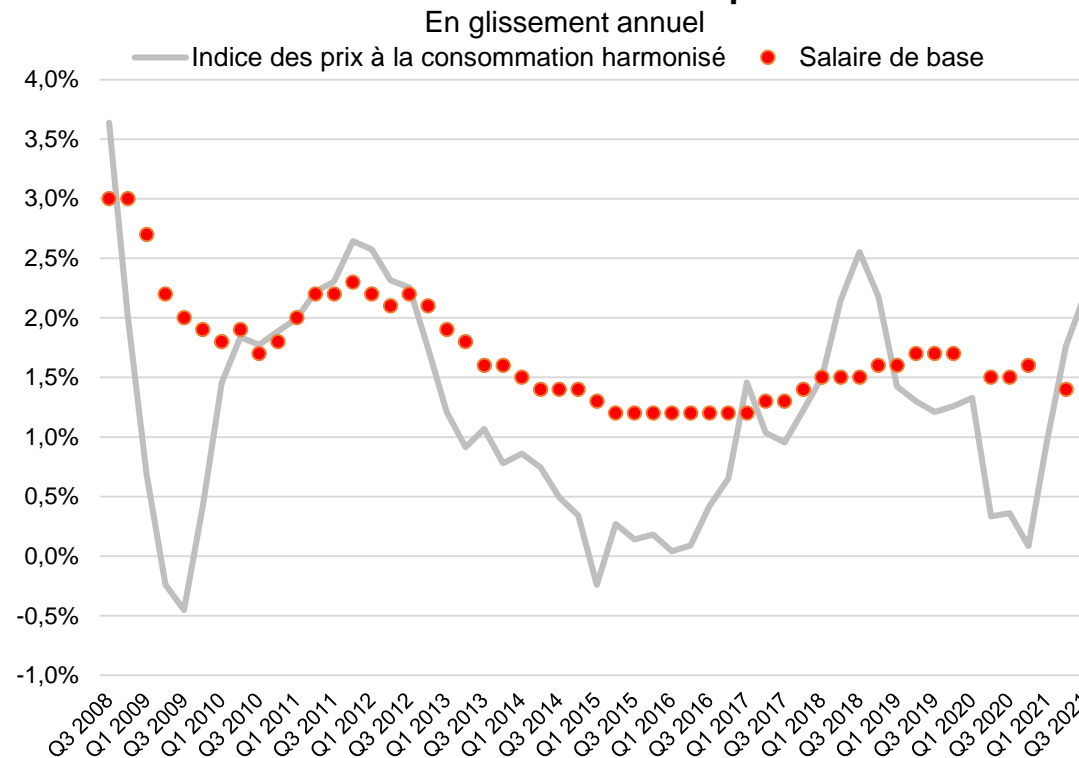
- > **Les marchés financiers anticipent que l'inflation va continuer de progresser** : Les swaps liés à l'inflation\* en zone euro laissent entrevoir des pressions sur les prix dans les années à venir. Les swaps d'inflation à 2 ans, 5 ans et 10 ans augmentent significativement depuis mi-2021 en Europe (cf. graphique). Les marchés considèrent que l'inflation va durer et dépasser 2%, à 2, 5 et 10 ans (voir \*).
- > **Des tensions qui surprennent par leur durée** : Depuis le début de l'année, les prévisionnistes et banques centrales estiment que l'inflation est temporaire mais ils ne cessent de reculer la date de fin de cette période haussière. Il en est de même pour la pénurie des semi-conducteurs, dont la date de fin est dorénavant prévue pour fin 2022. Il ne faut pas sous-estimer la sévérité avec laquelle la crise sanitaire a perturbé les chaînes d'approvisionnement mondiales.
- > **Des interrogations parmi les économistes aux USA** : Plusieurs membres du FOMC (Fed) doutent publiquement du caractère transitoire de l'inflation. Larry Summers, ancien secrétaire du Trésor américain, s'attend à une forte inflation durable.
- > **Ralentissement de la mondialisation & régime inflationniste plus élevé** : Le ralentissement chinois, les tensions commerciales entre la Chine et les USA, le Brexit et les montées protectionnistes plaident pour un recul de la mondialisation. Or, celle-ci permettait jusque-là de réduire les prix grâce aux avantages comparatifs. On peut ainsi s'attendre à un régime inflationniste plus élevé.

# Une répercussion inévitable de l'inflation sur les salaires

➤ **L'inflation est le référentiel clef dans les négociations salariales.** Pourtant, les salaires sont plus **rigides** que les prix (graphique). Une hausse de l'inflation (1,4% et 1,3% prévu pour 2022 et 2023 par la Banque de France) doit se traduire par des hausses pérennes de salaires, dans le but, a minima, de maintenir le pouvoir d'achat, lequel n'a que très faiblement augmenté en 2020 (+0,5%). En octobre, le SMIC a progressé de 2,2%. Les autres salaires suivront-ils ?

- **Difficultés de recrutement :** En septembre 2021, 53 % des entreprises indiquaient avoir des difficultés à recruter selon la BdF. Une nette hausse des salaires permettrait de renforcer l'attractivité des postes et de pallier en partie ces tensions.
- **Revalorisations salariales de branche :** Le gouvernement pousse les branches professionnelles à réviser leurs grilles salariales, notamment pour les bas salaires et pour les métiers de « 2<sup>e</sup> ligne », soit 4,6 millions de salariés du privé.
- **Amélioration du marché du travail :** La hausse du taux d'emploi et la baisse du taux de chômage devraient renforcer le pouvoir de négociation des salariés.
- **Situation financière des entreprises :** Alors qu'en 2020, de nombreuses entreprises ont gelé les salaires, la nette amélioration de la situation financière des entreprises (taux de marge à 35,5 % un record depuis 1949, trésorerie des PME au plus haut) donne de l'espace pour les augmentations salariales.

### Salaire de base et inflation depuis 2008



Sources : Insee, Dares. Données manquantes pour le salaire de base au T2 2020 et 2021

➤ **Vers un enclenchement de la boucle prix-salaire ?** Finalement, c'est la potentielle hausse généralisée des salaires qui inscrira l'inflation dans la durée. Mais pour l'instant, l'enclenchement d'une boucle prix-salaire n'est pas encore décelable. Néanmoins, la Banque de France prévoit qu'à **l'horizon 2023, l'inflation serait dominée par une dynamique inflation-salaires** en lien avec la bonne tenue de l'emploi. Cette dynamique dépendra des facteurs cités plus hauts (difficultés de recrutement, marge des entreprises) et des anticipations d'inflation des ménages et des entreprises.