

Perspectives

Apériodique – n°22/084 – 10 mars 2022

Le point de vue

Qualifier l'impact du choc et les réponses de politique économique

Le choc que la guerre inflige à l'économie de la zone euro est puissant et durable. Son ampleur et la nature de ses canaux de transmission sont très dépendants de l'issue du conflit qui reste encore entourée d'une forte incertitude. Sans s'avancer dans une quantification de l'impact, nous pouvons néanmoins identifier les canaux de transmission qui s'activeraient dans un scénario d'instabilité financière limitée mais de dislocation de l'offre de l'énergie.

Il s'agit d'abord d'un choc très sérieux sur l'offre de plusieurs matières premières : gaz, pétrole, céréales, minerais. Les restrictions d'offre de ces matières premières pousse leurs prix à la hausse. L'incertitude sur l'issue et la durée du conflit augmente aussi la volatilité de leurs prix, indépendamment des conditions effectives d'offre. Cette remontée des prix des intrants augmente les coûts des entreprises et en réduit les marges, car le transfert de ces hausses sur les prix de vente est encore incomplet. À ce choc de rentabilité s'ajoute, pour certaines entreprises, un choc de demande qui se profile, provoqué par les sanctions. Ces dernières peuvent aussi renforcer le choc d'offre, lorsqu'elles visent les importations des biens intermédiaires nécessaires à la production, dont l'indisponibilité oblige à la réduction de l'activité, à la modification des stratégies d'approvisionnement et exerce une pression à la hausse sur les prix.

Ce choc est aussi un choc négatif de confiance. La remontée effective ou anticipée des prix modifie l'arbitrage entre consommation et épargne des ménages qui observent ou prévoient une érosion de leur pouvoir d'achat. Cela intervient dans un contexte où la récupération de la demande était encore incomplète et son niveau inférieur à sa tendance d'avant la crise du Covid, la preuve en est l'important excès d'épargne encore disponible. **Dans ce contexte d'inflation durablement plus élevée, la réponse des salaires à la hausse des prix est fondamentale pour dessiner le scénario de sortie de crise.** Une réponse suffisante des salaires, capable de minimiser les pertes de pouvoir d'achat, permettrait un moindre recul de la demande et la poursuite du processus de fermeture de l'écart de production négatif cumulé avec la crise. Cependant, le partage de la valeur ajoutée a été très peu favorable aux salaires depuis une décennie, avec des entreprises limitées dans leur capacité de fixation des prix et avec des perspectives en termes de rentabilité contraintes par des coûts non salariaux croissants.

Face à ces chocs adverses, dans un contexte de reprise incomplète, la politique économique est appelée au secours.

D'abord, la politique budgétaire, avec des mesures de régulation des prix de l'énergie (et l'indemnisation, en conséquence, des producteurs ou distributeurs), mais surtout avec des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages et à la rentabilité des entreprises. Il reste pour les pays la possibilité d'accéder à environ 220 milliards d'euros de prêts non utilisés dans le cadre du plan de relance européen *NextGenerationEU* (NGEU), mais il sera difficile de réorienter les dépenses prévues, qui doivent répondre à des impératifs d'investissement sur lesquels les pays se sont déjà engagés. Le 14 mars, lors de la prochaine réunion de l'Eurogroupe, la question de la coordination des politiques budgétaires face aux défis du conflit sera posée, avec un peu plus de visibilité sur les coûts effectifs. **La mutualisation, plutôt que la simple coordination de ces dépenses, permettrait de limiter le risque de fragmentation pouvant résulter de réponses différenciées à un choc asymétrique,** car fonction de la dépendance des pays au

commerce avec la Russie et de leur *mix* énergétique dans la production et la consommation. **Ce choc asymétrique fait de nouveau appel à la notion de solidarité européenne, qui cette fois n'est pas contrainte par la présence de l'aléa moral.** La politique budgétaire doit aussi répondre au financement de l'accueil des réfugiés ukrainiens, dont le nombre s'annonce important dans certains pays. Un effort budgétaire supplémentaire est à prévoir dans le plus long terme pour le renforcement des dépenses de défense.

La réponse de politique budgétaire se trouve aujourd'hui contrainte par les déficits et les dettes élevés hérités de la crise du Covid, elle est néanmoins nécessaire pour limiter la charge de la réponse de la politique monétaire. La Commission européenne a recommandé une orientation de la politique budgétaire pour la zone euro au niveau agrégé encore expansionniste en 2022 et neutre en 2023, avec des efforts d'ajustement plus importants pour les pays plus fortement endettés. Suite au conflit, elle affirme que la politique budgétaire doit pouvoir être adaptée pour réagir à la situation. **Un report à fin 2023 de la clause de suspension du Pacte de stabilité et de croissance est probable, en l'absence d'un consensus sur sa réforme.**

Le risque de fragmentation est aussi l'une des principales préoccupations de la Banque centrale européenne (BCE), puisque les différences d'impacts sur la croissance et d'efforts budgétaires des pays sont aggravées par la situation d'incertitude, ce qui peut entraîner à nouveau des « fuites vers la qualité » et l'écartement des primes de risque. **C'est ainsi que la BCE a souligné avec la même vigueur le risque sur la stabilité financière et le risque sur la stabilité des prix dans ses communications récentes. Il est donc fort certain que la BCE gardera l'option de maintenir un instrument à même de procurer de la flexibilité entre juridictions pour combattre la fragmentation.** Il pourrait s'agir de la mobilisation d'instruments existants (PEPP ou APP) ou de la création d'un instrument *ad hoc*. Un instrument clairement identifié pour affronter la situation d'urgence et visant la stabilité financière serait préférable, car il n'empiéterait pas sur la logique purement monétaire de l'APP, ni sur la séquence annoncée de la hausse des taux. Avec deux instruments différents, on éviterait un dilemme inutile. Naturellement, cette discussion sera plus nécessaire encore si une réponse budgétaire commune tardait à se manifester.

Mais le vrai défi pour la BCE est la nature encore incertaine du choc d'inflation. En amont de l'éclatement de la guerre, dans son évaluation de février, la BCE avait conclu qu'il n'y avait pas encore la certitude qu'une « bonne inflation » soit une inflation générée par une dynamique soutenue de la demande, qui se traduirait par une remontée des salaires et des revenus. Depuis, la BCE s'était forgée des convictions plus solides sur la convergence de l'inflation vers sa cible.

Mais le choc de la guerre vient renforcer la « mauvaise inflation », celle générée par un choc d'offre, qui augmente les prix mais déprime l'activité et la demande. Un choc qui présente un potentiel à la fois inflationniste et déflationniste, si l'impact négatif sur la croissance déprime la dynamique de l'inflation sous-jacente. Ce scénario renforce la prudence de la BCE et sa position conservatrice, justifiée par l'incertitude.

Le discours de Fabio Panetta, membre du Conseil des gouverneurs, prononcé le 28 février dernier « [Small steps in a dark room: guiding policy on the path out of the pandemic](#) » résume bien la position d'une BCE qui voudra aussi observer avec attention le premier impact du conflit sur l'activité ainsi que les effets de toute action, avant de procéder à l'étape suivante. **Ce, d'autant plus que les agents économiques ont parfaitement anticipé que si la BCE péchait par trop de conservatisme et tardait à resserrer sa politique monétaire, elle saurait vite corriger le tir et faire valoir son biais non inflationniste, tandis qu'il serait plus difficile de ré-ancrer les anticipations à une remontée de l'inflation, si une action trop rapide conduisait à un impact négatif sur la croissance et par ricochet à la déflation.** Les marges d'action limitées de la BCE, dues à son positionnement au voisinage du taux plancher et à son historique d'inflation manquée, pourraient facilement désancrer les anticipations. ■

Paola Monperrus-Veroni

paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
10/03/2022	<u>Amérique latine – Il est parfois heureux que l'Europe soit éloignée</u>	Amérique latine
09/03/2022	<u>Asie – Le choc passera surtout par les prix</u>	Asie
08/03/2022	<u>Europe centrale et orientale, Turquie : une très forte dépendance aux hydrocarbures de Russie</u>	Turquie
08/03/2022	<u>Moyen-Orient et Afrique du Nord – Premiers impacts économiques de la guerre en Ukraine</u>	MOAN
04/03/2022	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/03/2022	<u>France – Les relations commerciales avec la Russie et l'Ukraine, état des lieux et risques potentiels</u>	France
02/03/2022	<u>L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires</u>	Agri-agro
02/03/2022	<u>Thaïlande – Un peu d'espoir</u>	Asie
01/03/2022	<u>Maroc – La pire sécheresse depuis trente ans et ses conséquences économiques</u>	Afrique du Nord
28/02/2022	<u>Italie – Guerre en Ukraine et inflation</u>	Italie
25/02/2022	<u>Allemagne – Conjoncture : PIB au T4-2021</u>	Allemagne
25/02/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/02/2022	<u>L'ADN au secours de la donnée</u>	Deeptech
23/02/2022	<u>Iran – Où en est l'économie à la veille des résultats des pourparlers de Vienne ?</u>	Moyen-Orient
23/02/2022	<u>Europe – L'Allemagne à la table des faux-semblants ?</u>	Allemagne
22/02/2022	<u>Pérou – À un pitoyable spectacle politique s'oppose une économie "résiliente"</u>	Amérique latine
22/02/2022	<u>Avenir de l'Europe - Les politiques macro-prudentielles</u>	Europe
22/02/2022	<u>Asie – Singapour peut-elle s'imposer comme une alternative crédible à Hong Kong ?</u>	Asie

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication et rédacteur en chef : Isabelle Job-Bazille

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>

iPad : application **Etudes ECO** disponible sur l'App store

Android : application **Etudes ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.