

# Perspectives

Apériodique – n°22/104 – 24 mars 2022

## Le point de vue

### Le scénario de stagflation n'est pas inéluctable

Comparaison n'est pas raison, mais la remontée récente des prix de l'énergie et de l'inflation nous oblige à pousser la comparaison avec les chocs pétroliers des années 70 et à la période de stagflation qui y est associée. Au-delà d'un choc de matières premières qui peut paraître similaire, il existe des différences qui résultent des transformations des régimes monétaires, de la formation des politiques économiques et du rapport salarial. L'analyse de ces transformations peut nous faire échapper à la fatalité d'un scénario comparable à celui d'il y a cinquante ans.

La contextualisation du choc pétrolier des années 70 et des hausses de prix plus récentes est nécessaire.

L'expansion monétaire américaine de la fin des années 60, accompagnée d'une orientation budgétaire tout aussi expansionniste, avait créé un excès de demande et initié un cycle de remontée des prix en amont de la hausse des prix du pétrole de 1973. Ce cycle monétaire a été importé dans les grands pays de la zone euro actuelle et s'est également doublé d'une forte expansion budgétaire de 1968 à 1973, qui a alimenté l'inflation. Une sur-stimulation de la demande agrégée était donc bien à l'œuvre avant le premier choc pétrolier, créant un terrain fertile pour l'hyperinflation.

L'engagement des banques centrales à atteindre l'objectif traditionnel de stabilité des prix a été, au cours des années 60, de plus en plus dilué au profit de l'objectif supplémentaire de maintenir un niveau d'emploi élevé. Le moindre engagement des banques centrales à contrôler l'inflation (et les déficits de la balance des paiements) est à l'origine de l'affaiblissement, et finalement de la destruction du système de Bretton Woods et de l'apparition d'anticipations d'une inflation élevée et persistante.

Le durcissement de la politique monétaire début 1973, en réaction à cette remontée de l'inflation, précède le choc pétrolier et en amplifie l'impact négatif sur la croissance. Les restrictions budgétaires en 1974 amplifient quant à elles l'effet négatif de la politique monétaire. Ce ne sont donc pas uniquement les conséquences de la poussée de l'inflation sur l'activité qui ont conduit à la stagflation.

La politique monétaire a ensuite changé plusieurs fois d'orientation au cours de la décennie 70. Cette réactivité excessive et ce manque de constance de la politique monétaire ont contribué au désancrage des anticipations d'inflation des agents économiques.

La suppression du contrôle des prix et des salaires dès 1974 aux États-Unis et les dispositifs d'indexation automatique des salaires dans plusieurs pays européens ont amplifié les tensions inflationnistes et érodé la compétitivité, accentuant les effets négatifs sur la croissance. En effet, la progression des salaires était déjà fortement déconnectée des rythmes de productivité depuis la deuxième partie des années 1960.

La spirale à la hausse des prix pouvait aussi compter à l'époque sur des comportements de consommation et des processus de production très énergivores, avec une part importante dans le PIB des industries énergo-intensives.

Aujourd'hui, le contexte dans lequel se manifeste la forte hausse des prix des matières premières n'est pas tout à fait le même, même s'il y a des différences notables de part et d'autre de l'Atlantique.

L'économie européenne n'est pas en situation d'excès de demande. Celle-ci est encore inférieure à son niveau d'avant le choc du Covid. L'important excédent d'épargne en témoigne. La hausse de l'inflation en amont de la guerre en Ukraine était liée à un choc d'offre et à des contraintes d'approvisionnement. Des

effets de transmission à l'ensemble des prix des biens sont évidents, mais la transmission aux salaires n'est pas visible.

Dans la zone euro, seulement 3% des salariés du secteur privé sont couverts par des schémas d'indexation automatique des salaires sur un indice d'inflation qui inclut les prix de l'énergie ; 18% sont couverts par des dispositifs qui prennent formellement en compte l'évolution de l'inflation hors énergie. Les boucles auto-renforçantes sont donc bien plus limitées qu'en 1973.

La capacité de la hausse des prix de l'énergie à se diffuser dans l'économie et à affecter l'activité est moindre. Pour produire 1 000 dollars de PIB, il fallait un baril de pétrole en 1973 ; il en faut seulement 0,4 aujourd'hui. La BCE estime que l'impact d'un choc d'offre de pétrole sur la production industrielle mondiale serait inférieur de moitié à celui qu'on observait dans les années 1980 et 1990.

Ces mécanismes renforçant l'inflation étant aujourd'hui moins puissants, c'est sur le rôle de la politique économique que l'attention se porte.

Les manuels d'économie suggèrent que des prix plus élevés en raison d'un choc d'offre sont censés indiquer la rareté des produits concernés et réorienter les ressources pour « résoudre » ces pénuries. Ils ne signalent pas un changement dans la capacité globale de la production à répondre à une demande plus soutenue. Ce problème d'allocation est un problème que les banques centrales ne peuvent pas résoudre. Il serait inutile et contre-productif d'essayer de maîtriser l'inflation à court terme. Le rôle des banques centrales serait donc de soutenir la confiance et s'assurer que le système financier facilite le bon fonctionnement de l'économie. Il ne faudrait donc pas attaquer un problème d'offre par une restriction monétaire en réduisant la demande. Les outils budgétaires sont plus adaptés pour aller vers un juste compromis entre inflation et production, car ils peuvent être ciblés plus précisément que la politique monétaire, du moins dès lors qu'il n'y a pas d'effets de second tour qui enclenchent une boucle prix-salaires et une inflation plus persistante. Des politiques structurelles et budgétaires ciblées, visant à débloquent les goulets d'étranglement dans l'offre et à garantir le soutien au pouvoir d'achat en l'absence d'une accélération des salaires, seraient donc davantage pertinentes.

La BCE a annoncé début mars vouloir poursuivre le processus de normalisation de sa politique monétaire afin d'ancrer les anticipations sur sa volonté de respecter le mandat de stabilité des prix. Cependant, elle affiche une certaine prudence et conditionne ce processus au niveau futur de l'inflation et de l'activité.

C'est un positionnement équilibré, entre les craintes relatives à l'inflation et celles relatives à la croissance. La politique monétaire très expansionniste se justifiait par une décennie d'inflation bien inférieure à sa cible et un désancrage (à la baisse) des anticipations d'inflation. La fin des rachats de titres et le maintien de la taille du bilan garantissent encore une orientation accommodante de la politique monétaire. Mais que fera la BCE lorsque l'inflation augmentera, comme cela est vraisemblable, au-delà de sa prévision (5,1% en 2022) ? Tout dépendra de l'évolution des anticipations d'inflation et du risque d'un désancrage sur une inflation bien supérieure à la cible.

Bien que les anticipations d'inflation de court terme soient remontées, celles à moyen terme restent encore bien ancrées (à 2,2% dans cinq ans dans la zone euro, à 2,7% aux États-Unis) et cohérentes avec le ciblage plus symétrique de l'inflation.

Les erreurs de politique monétaire des années 70, caractérisées par une restriction monétaire immédiate peuvent être évitées. Pour la BCE, la tâche est plus simple, car elle ne fait pas face à une demande excédentaire, elle observe peu d'effets de second tour et des anticipations d'inflation encore ancrées à sa cible.

Pour la Fed, c'est plus compliqué, car le cycle économique est plus avancé aux États-Unis, l'excès de demande manifeste, le marché du travail plus tendu et contraint par une faible dynamique de la population active, et les salaires ont déjà répondu à l'inflation. De plus, l'impact négatif de la guerre en Ukraine sera moins important pour la croissance américaine, justifiant une réponse monétaire plus agressive. Le risque que celle-ci le soit trop et qu'elle ait des conséquences négatives sur la croissance existe.

Mais, avec de la chance et une politique sensée, contrairement à une idée reçue, nous ne sommes pas condamnés à répéter l'histoire. ■

**Paola Monperrus-Veroni**  
[paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr](mailto:paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr)

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
23/03/2022	<u>Corée du Sud – La victoire de Yoon Seok-youl plonge la Corée dans une cohabitation inédite</u>	Asie
23/03/2022	<u>France – Élections 2022 : pouvoir d'achat, état des lieux et principaux enjeux</u>	France
22/03/2022	<u>Égypte – La fragilité intrinsèque du pays se matérialise à nouveau sur les marchés financiers</u>	Égypte
22/03/2022	<u>Parole de banques centrales – Troisième hausse de taux par la BoE et une inflation vers 8% en avril !</u>	Royaume-Uni
21/03/2022	<u>Parole de banques centrales – La Fed entame son resserrement monétaire avec confiance</u>	États-Unis
21/03/2022	<u>France – Élections 2022 : compétitivité et réindustrialisation</u>	France
18/03/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/03/2022	<u>L'économie de marché, l'économie de crise, l'économie de guerre</u>	Union européenne
16/03/2022	<u>France – Élections 2022 : transition énergétique</u>	France
16/03/2022	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agriculture, agroalimentaire
15/03/2022	<u>Chine – La cible de croissance annuelle dévoilée, reste à savoir comment l'atteindre</u>	Asie
15/03/2022	<u>Italie – Baisse de la production industrielle en janvier</u>	Italie
11/03/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
11/03/2022	<u>Parole de banques centrales – La BCE anticipe la fin des achats d'actifs mais repousse la hausse des taux</u>	Zone euro
10/03/2022	<u>Qualifier l'impact du choc et les réponses de politique économique</u>	Europe
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

### Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des États-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](mailto: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.*