

À QUEL POINT FAUT-IL S'INQUIÉTER DU RISQUE DE STAGFLATION ?

La guerre en Ukraine complique la tâche de la Banque centrale européenne qui doit arbitrer entre lutter contre le risque inflationniste et soutenir la croissance. Lors de sa réunion du 10 mars dernier, les préoccupations concernant l'inflation ont dominé et la fin probable au T3 des achats nets d'actifs dans le cadre du programme APP a été annoncée. La voie est ouverte pour amorcer la remontée du taux de dépôt mais le timing reste très incertain. Le choc inflationniste s'amplifie et la croissance de la zone euro est de plus en plus menacée. La dynamique conjoncturelle préexistante, l'excès d'épargne, les besoins d'investissement et les mesures de soutien budgétaire permettent toutefois de tempérer le risque de stagflation.

Jusqu'en février 2022, la détérioration des enquêtes de confiance auprès des consommateurs et des entreprises de la zone euro était restée relativement limitée malgré les pressions inflationnistes et les contraintes d'offre à l'œuvre. La guerre en Ukraine, qui a éclaté le 24 février dernier, change la donne. L'impact est brutal sur la confiance des ménages, il est un peu moins marqué sur le climat des affaires¹. À l'horizon des prochains mois, la baisse de la confiance des ménages pourrait se modérer mais celle du climat des affaires devrait s'amplifier.

On ignore quelle sera l'ampleur du freinage de la croissance dû à cette détérioration de la confiance et au choc inflationniste. Si l'on regarde les effets du seul choc pétrolier et que l'on retient l'estimation selon laquelle une hausse de 10 USD/baril amputerait la croissance de 0,2-0,3 point de pourcentage à l'horizon d'un an, alors la hausse d'environ 50 USD du baril de Brent entre janvier 2021 et mars 2022 ôterait entre 1 et 1,5 point à la croissance de la zone euro en 2022. Le choc est conséquent et il se double de fortes hausses des prix du gaz et de l'électricité, et de ceux de nombreuses autres matières premières. Mais l'économie était encore en phase de rebond post-Covid et bénéficiait d'un élan important (i.e. acquis de croissance de 1,9% au T4 2021). Avant le déclenchement de la guerre, nous tablions sur une croissance de l'ordre de 4% en 2022. Ce point de départ très haut permet de conserver une prévision post-conflit positive et relativement élevée en moyenne annuelle : 2,8% selon notre scénario central². Mais cela masque une croissance trimestrielle faible et quelques trimestres négatifs ne sont pas à exclure.

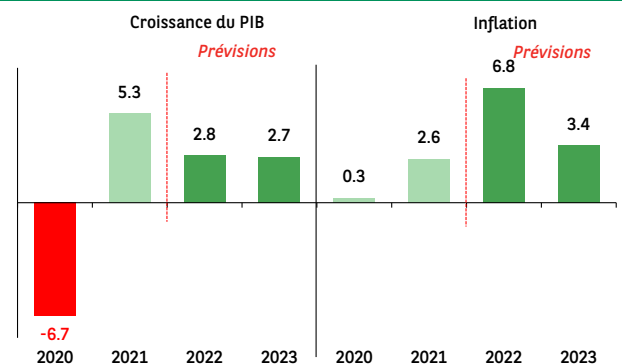
Dans ce contexte, à quel point faut-il s'inquiéter du risque de stagflation ? Pour l'heure, nous n'en sommes pas là si l'on considère la stagflation comme un phénomène pluriannuel combinant chômage élevé et inflation forte (cf. graphique 2). Certes, cette dernière poursuit son envolée (7,5% en glissement annuel en mars selon l'estimation flash d'Eurostat) mais le taux de chômage continue de baisser (6,8% de la population active en février). La détérioration limitée, en mars, du jugement des entreprises sur les perspectives d'emploi est également rassurante. Dans notre scénario central, l'impact de la guerre sur la croissance est amorti par les mesures de soutien budgétaire, la mobilisation d'une partie de l'excès d'épargne et les besoins d'investissement préexistants et révélés par le conflit.

Le choc reste temporaire (croissance du PIB attendue à 2,7% en 2023), ce qui devrait limiter la remontée du taux de chômage : la hausse de l'inflation ne dégènerait donc pas en stagflation. Le risque est toutefois réel étant donné les risques baissiers qui pèsent sur la croissance (la détérioration du jugement des ménages sur les perspectives de chômage est notamment à surveiller) et les risques haussiers sur l'inflation. Celle-ci reste essentiellement énergétique mais le choc se diffuse (3% a/a d'inflation sous-jacente en mars), tandis que le niveau et le timing du pic restent très incertains. Même si l'on ne voit pas encore de signes d'une boucle prix-salaires, le contexte est clairement plus inflationniste, ce qui explique le durcissement de ton de la BCE lors de sa réunion du 10 mars. Celle-ci s'appuie toutefois

¹ Ecoweek n°22-14, Baromètre zone euro et éditorial.

² Ce scénario central, en date du 13 mars, repose sur les hypothèses de travail suivantes : pas d'escalade dans le conflit russo-ukrainien mais une période prolongée d'incertitude ; maintien des sanctions ; pic du pétrole attendu à 150 USD/baril avant un reflux à 120 USD/baril à l'horizon de la fin de l'année ; rupture partielle d'approvisionnement en pétrole et gaz.

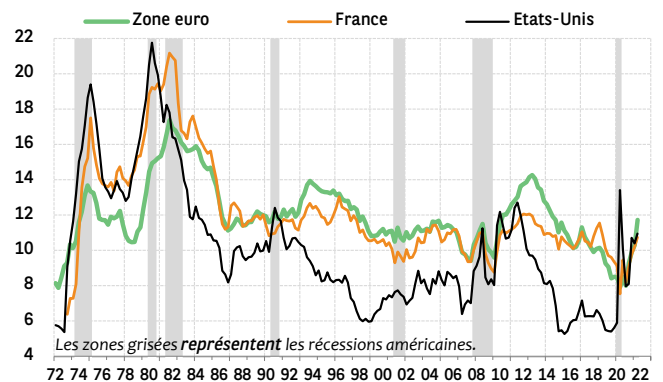
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

UNE MESURE DE LA STAGFLATION : L'INDICE D'APPAUVRISSMENT (SOMME DU TAUX DE CHÔMAGE ET DE L'INFLATION)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, OCDE, INSEE, BLS, BNP PARIBAS

aussi sur des prévisions de croissance qui pèchent probablement par optimisme (3,7% en 2022 et 2,8% en 2023 selon le scénario central). Si la Banque centrale a, sur cette base, préparé le terrain à un arrêt, au T3 2022, des achats nets d'actifs, dans le cadre de son programme APP (Asset Purchase Programme), il reste conditionné aux données. Et si cet arrêt ouvre la voie à la remontée du taux de dépôt, d'ici la fin de l'année, le timing reste incertain.

Achévé de rédiger le 5 avril 2022

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

