

FAUT-IL CRAINDRE LE RETOUR DE L'INFLATION ?

⌘ On observe, depuis six mois, une accélération marquée de l'inflation par suite de la forte hausse du prix du pétrole et des produits agricoles. Dans le même temps, un ralentissement de la croissance mondiale est largement prévisible, même s'il ne s'est encore véritablement amorcé que dans les pays touchés par une crise immobilière, tels les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Espagne. Cette configuration où se conjuguent taux d'inflation ayant retrouvé dans les pays développés des niveaux inconnus depuis de nombreuses années et dégradation des perspectives de croissance fait craindre le retour à une situation de stagflation telle qu'on l'a connue dans les années 1970.

⌘ Pour qu'il y ait stagflation, il faudrait soit que la hausse des prix du pétrole et des produits agricoles se poursuive, soit que les salaires accélèrent significativement de telle sorte que des « effets de second tour » se manifestent. Deux hypothèses qui peuvent sembler a priori peu vraisemblables dans un contexte de dégradation de la situation conjoncturelle.

⌘ Cependant, deux éléments doivent être pris en compte. Premièrement, pour l'heure, la croissance dans les pays émergents, en Chine en particulier, reste dynamique ; or, ce sont ces pays qui alimentent la demande en produits de base. Deuxièmement, plus les hausses des prix des produits de base s'intensifieront dans la durée, plus les entreprises seront contraintes de les répercuter rapidement, et plus les revendications salariales seront fortes. De revendications aujourd'hui catégorielles, limitées aux professions les plus directement touchées par le renchérissement du pétrole, on est susceptible de passer à des revendications généralisées, notamment dans les pays où les marchés du travail sont les moins flexibles.

⌘ Dans ces conditions, il est clair que les banques centrales vont adopter une attitude de grande vigilance vis-à-vis du risque inflationniste : un statu quo monétaire prolongé est prévisible des deux côtés de l'Atlantique, celui-ci se conjuguant avec la stabilisation des taux d'intérêt des emprunts d'État aux niveaux relativement élevés qui sont les leurs aujourd'hui.

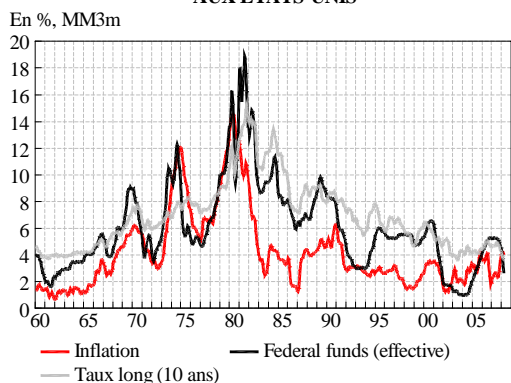
⌘ Par ailleurs, au-delà du cycle conjoncturel actuel, différents facteurs inflationnistes joueront à moyen-long terme (poursuite du processus de rattrapage des pays émergents, tensions durables sur les ressources naturelles, impacts du vieillissement et du réchauffement climatique). Là encore, la politique monétaire sera en première ligne.

Une mise en perspective : de la Great Inflation des années 1970 à la Great Moderation des années 1980-90

À la fin des années 1960 et dans les années 1970, une forte accélération de l'inflation, fruit d'erreurs de politique économique

Aux États-Unis, le projet de « Grande société » du Président Johnson et les dépenses liées à la guerre du Vietnam se sont traduits par une surchauffe de l'économie ; dans ce contexte, le Président Nixon, afin d'éviter un ajustement dommageable électoralement, s'est lancé, en juin 1971, dans une politique combinant un contrôle des prix et des revenus et une dépréciation du dollar tandis que la Fed, sous l'égide d'Arthur Burns, pratiquait une politique monétaire très accommodante. Après le triplement du prix du pétrole début 1973, la sortie des contrôles en 1974 s'est soldée par la récession de 1974-75 et une montée de l'inflation, jusque-là artificiellement contenue. La hausse des prix a ensuite été entretenue par le second choc pétrolier, à partir de 1979.

DE LA GREAT INFLATION À LA GREAT MODERATION
AUX ÉTATS-UNIS



En 1979, la nomination par un Jimmy Carter en fin de mandat de Paul Volker comme Président de la Fed a marqué l'arrivée en force du monétarisme et, surtout, de la priorité à la lutte contre l'inflation, quel qu'en soit le prix. Les taux des *fed funds* atteignirent ainsi 19 % début 1981, et l'économie tomba en récession au 2^e trimestre ; les prix se stabilisèrent presque au 2nd semestre

1982. Avec un délai, les marchés anticipèrent la durabilité de cette désinflation et les taux longs baissèrent.

La priorité donnée par les Banques centrales à la maîtrise de l'inflation s'est alors progressivement étendue à l'ensemble des pays industrialisés. L'indépendance des banques centrales dans les pays où elles ne l'étaient pas (France, Royaume-Uni notamment), la poursuite d'objectifs chiffrés en termes de taux d'inflation (à l'exception de la Réserve fédérale) et, dans de nombreux pays, une politique d'*inflation targeting* ont contribué à asseoir la crédibilité des banques centrales et à stabiliser les anticipations inflationnistes.

Hormis la politique monétaire, différents éléments ont contribué à la *Great Moderation* des années 1980-1990

Depuis le milieu des années 1980, l'inflation a été fort bien contenue. Il est vrai que les mutations qu'a connues l'économie mondiale ont facilité la tâche des banquiers centraux. Ont joué :

- La mondialisation des économies et, en particulier, l'insertion dans l'économie mondiale des grands pays émergents (Chine, puis Inde), pourvoyeurs d'une main-d'œuvre innombrable et bon marché. L'impact désinflationniste de la mondialisation pour les pays développés est passé, d'une part, par la baisse du prix des importations, soit une succession de chocs d'offre positifs, et, d'autre part, par les pressions concurrentielles effectives, ou simplement potentielles, exercées par les producteurs implantés dans les pays émergents ;

- La dérégulation des marchés des biens et services (transport, télécommunications, énergie, finance) et des marchés du travail, avec, notamment, la perte d'influence des syndicats fortement implantés dans les secteurs industriels traditionnels soumis à de fortes pressions liées à la mondialisation ;

- La diffusion des technologies de l'information et de la communication conjuguée à l'adaptation des processus de production. D'où une accélération des gains de productivité, dans la deuxième partie des années 1990, aux États-Unis en particulier.

Actuellement, une montée de l'inflation imputable aux prix du pétrole et des matières premières

Depuis la mi-2007, les prix du pétrole et des produits agricoles ont

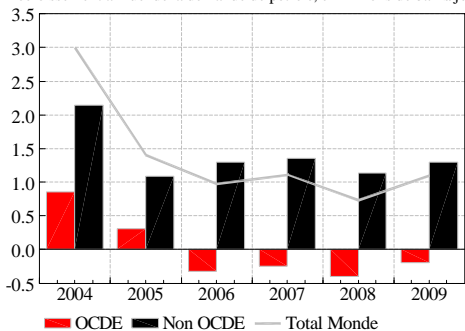
très fortement monté (il y a d'ailleurs une relation entre les prix de ces deux types de produits *via* la production de biocarburants).

De nombreux éléments sont actuellement à l'œuvre :

- des tensions persistantes se font jour entre l'offre, rigide à court terme, et la demande, les niveaux de stocks étant bas. Ainsi, la demande de pétrole a progressé de 1,3 % en 2007 malgré une légère baisse dans les pays de l'OCDE reflétant, notamment, la réaction des consommateurs de produits pétroliers à la forte montée de leurs prix. La demande des pays émergents, en Asie et au Moyen-Orient en particulier, est en effet demeurée soutenue (+4 %). En 2008 et 2009, la demande mondiale de pétrole progresserait de 1,4 % puis de 1 %, les tendances observées en 2006-2007 se poursuivant : effritement de la demande des pays de l'OCDE, hausse de celle des pays émergents¹. Parallèlement, l'offre des pays non-OPEP se développe moins rapidement que prévu alors même que les capacités de production excédentaires de l'OPEP restent faibles, concentrées en Arabie-Saoudite ;

UNE DEMANDE DE PÉTROLE STRUCTURELLEMENT TIRÉE PAR LES PAYS ÉMERGENTS

Accroissement annuel de la demande de pétrole, en millions de barils/jour

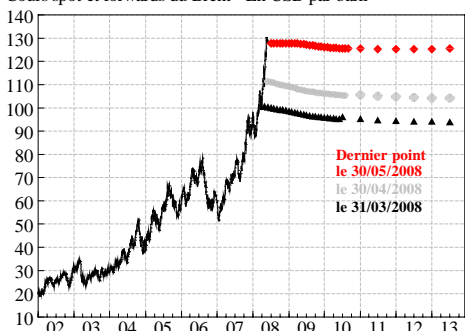


Sources : AIE, SG commodities research

- les coûts d'exploration/prospection de pétrole ont très fortement monté ces dernières années ;

DES ANTICIPATIONS DU PRIX DU PÉTROLE DURABLEMENT ÉLEVÉES

Cours spot et forwards du Brent - En USD par baril



Sources : Datastream, Bloomberg

- l'attention s'est portée, ces tout derniers mois, sur les conditions dans lesquelles pourra s'opérer l'équilibre offre/demande à long terme : les opérateurs de marché anticipent une faible progression de l'offre alors que la demande sera soutenue par le processus de rattrapage économique des pays émergents. Aussi l'équilibre offre/demande nécessiterait-il des niveaux de prix très élevés venant freiner la demande. C'est ainsi que les prix à terme à horizon éloigné ont fortement monté ces tout derniers mois, tirant à la hausse les prix *spot* ;

¹ Dans de nombreux pays émergents (pays producteurs comme le Venezuela ou l'Arabie Saoudite, mais aussi des pays asiatiques comme la Chine, l'Inde, Taiwan, la Malaisie), la hausse du prix du pétrole n'est pas répercutée au niveau des prix à la consommation, le coût élevé de ces politiques étant assumé par les compagnies pétrolières nationales ou les finances publiques. Ces politiques coûteuses contribuent à la hausse de la consommation de produits pétroliers dans ces pays, les incitations par les prix ne jouant pas.

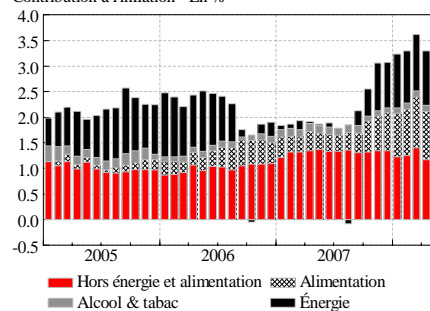
- ce mouvement a été amplifié par les investisseurs, les matières premières apparaissant comme étant une classe d'actifs d'autant plus attrayante qu'elles assurent une protection contre les risques de dépréciation du dollar et d'inflation ;

- enfin, dans ce contexte, les risques de réduction inattendue de l'offre entretiennent la montée des cours, qu'il s'agisse de risques géopolitiques (Nigeria, Moyen-Orient) ou climatiques, à l'approche de la saison des cyclones dans le Golfe du Mexique.

En conséquence, dans tous les pays, les prix à la consommation sont tirés à la hausse depuis la fin 2007 du fait des produits alimentaires et des produits pétroliers. Ainsi, le taux d'inflation de la zone euro, à 3,6 % en mai, a retrouvé son point haut de mars. Cependant, hors énergie et alimentation, les prix à la consommation ne progressaient que de 1,6 % sur un an en avril.

L'ALIMENTATION ET L'ÉNERGIE TIRENT L'INFLATION À LA HAUSSE DANS LA ZONE EURO

Contribution à l'inflation - En %



Sources : Datastream, Eurostat

Aux États-Unis, à une inflation *headline* de 3,9 % était associée en avril une inflation sous-jacente de 2,3 % ; de plus, sur les trois derniers mois, l'inflation sous-jacente ne s'est élevée qu'à 1,1 % en rythme annuel. Le ralentissement de l'inflation sous-jacente est d'autant plus remarquable que la dépréciation du dollar contre les principales monnaies a contribué, avec la répercussion partielle des hausses de prix des matières premières, à la forte accélération des prix des importations : entre avril 2007 et avril 2008, les prix des importations de produits manufacturés en provenance des pays industrialisés ont ainsi progressé de 8,1 % ; les prix des importations en provenance de Chine ont augmenté dans le même temps de 4,1 %, évolution qui contraste avec les baisses de prix observées précédemment.

Faut-il craindre la stagflation ?

Si les prix des produits de base se stabilisent à brève échéance, même à un niveau élevé, leur impact sur le niveau des prix sera celui d'une simple « marche d'escalier », sans qu'il y ait processus inflationniste. Autrement dit, les matières premières ne peuvent alimenter, à elles-seules, un processus inflationniste que si leur prix relatif monte en permanence à un rythme rapide. Une hypothèse peu vraisemblable parce que, à terme, l'offre monterait et/ou la demande baisserait, l'élasticité de long terme de la demande au prix étant en général assez élevée.

Il est toutefois fort possible que les prix du pétrole et des produits agricoles continuent de monter au cours des prochains mois, soit du fait d'une réduction non anticipée de l'offre, soit parce que les tensions offre/demande s'accuseraient. Les incertitudes sont, à cet égard, particulièrement fortes concernant le cours du pétrole ; les prévisions à l'horizon de la fin de l'année sont sensiblement différentes. Elles impliquent cependant en général un prix durablement élevé du baril, le chiffre de 150 dollars étant parfois retenu. Notre scénario repose sur un prix du baril de Brent avoisinant 115 dollars en moyenne cette année et 100 dollars en 2009, contre 72,6 en 2007 ; fin 2008, il s'établirait à 118 dollars (Cf. 'Oil drivers' du 20 mai, SG Commodities Research).

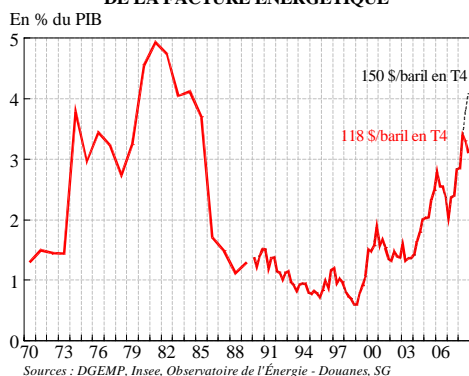
De plus, outre les produits alimentaires et l'énergie, les biens intermédiaires industriels ont vu leurs prix à la production progresser à un rythme rapide depuis le début de l'année. Ainsi, en France, ils ont augmenté de 2,8 % entre décembre et avril, dont +20,7 % pour les produits de la chimie minérale et +9,6 % pour les produits de la sidérurgie. Ces hausses de prix des intrants font suite à celles, déjà élevées, supportées ces dernières années par les entreprises situées en aval du processus productif. Jusqu'ici, elles y avaient fait face en mobilisant des gains de productivité, en ayant davantage recours à l'*outsourcing*, voire en rognant sur leurs marges. Désormais, l'alternative tend à se restreindre à la répercussion des hausses de coût de production, partout où les conditions de marché le permettent, ou à la chute des marges, dans l'UEM en particulier où la surévaluation de l'euro se traduit par une intensification des pressions concurrentielles.

Au total, les taux d'inflation resteront élevés ces prochains mois, supérieurs à 4 % aux États-Unis et à 3,5 % dans la zone euro.

Au-delà de cette bouffée d'inflation, la stagflation ne pourrait se faire jour que si les salaires accéléraient, une indexation des salaires sur les prix, usuelle dans certains pays dans les années 1970 (France, Italie en particulier), étant observée. Ce risque est aujourd'hui réel mais il est atténué par le tassement en cours de l'activité et, en conséquence, par la montée prévisible du chômage et la baisse du taux d'utilisation des capacités de production.

On observera que le tassement de l'activité sera, avec un décalage, d'autant plus marqué aux États-Unis, au Japon et en Europe que le prix du pétrole sera élevé. En tout état de cause, la ponction sur le revenu disponible réel des agents économiques résidents au bénéfice des producteurs de pétrole sera substantielle. Ainsi, en France, selon notre scénario central, la facture pétrolière passerait de 2,5 % à 3,5 % du PIB entre 2007 et 2008. Entre le 1^{er} semestre de l'année dernière et le 2nd semestre 2008, elle augmenterait de 1,5 point de PIB ; dans le scénario de risque d'un cours du baril de Brent à 150 dollars au 4^e trimestre, cette augmentation atteindrait 2,2 points de PIB, soit une ponction d'ampleur comparable à celles supportées lors des deux chocs pétroliers des années 1970. C'est dire que la probabilité de voir se développer en 2009 un mouvement récessif des deux côtés de l'Atlantique deviendrait extrêmement forte, les économies étant d'ores et déjà fragilisées par les crises immobilières, la crise financière et, pour l'UEM, la montée de l'euro.

FRANCE : UN ALOURDISSEMENT MAJEUR DE LA FACTURE ÉNERGÉTIQUE



Aux États-Unis, où le marché du travail est flexible, les coûts salariaux unitaires ne progressaient que de 0,2 % sur un an au 1^{er} trimestre 2008 ; la hausse du salaire horaire est revenue à 3,4 % sur un an en avril et celle du revenu hebdomadaire à 3,1 %. La nette dégradation du marché du travail conjuguée à la détérioration des capacités de production se traduira sans doute par la poursuite du ralentissement des salaires et l'érosion des marges bénéficiaires sur le marché intérieur. Les facteurs internes d'inflation devraient ainsi tendre à s'atténuer.

Dans l'UEM, les évolutions salariales sont restées modérées jusqu'au 4^e trimestre 2007 (hausse du revenu moyen de 2,5 % sur un an et de 2,3 % en moyenne annuelle) ; toutefois, les gains de productivité par tête étant faibles, les coûts salariaux unitaires ont augmenté de 1,5 % en moyenne annuelle. La BCE met en avant le rythme encore satisfaisant de la croissance (à cet égard, les chiffres du 1^{er} trimestre la confortent) ainsi que les tensions salariales pouvant prévaloir sur fond de taux de chômage revenu à 7,1 %. Elle continue donc de craindre la matérialisation d'effets de second tour *via* la répercussion des hausses de coûts par les entreprises et, surtout, la boucle prix-salaires. À cet égard, en Allemagne, les accords signés dans le secteur privé reflètent, jusqu'ici, les gains de productivité, les hausses dans le secteur public étant en revanche élevées.

De fait, l'indexation institutionnalisée des salaires sur les prix est limitée dans l'UEM. L'indexation est automatique en Belgique, mais celle-ci se fait sur « l'indice santé » (hors tabac, alcool, essence et gazole), ainsi qu'à Chypre et au Luxembourg. En Espagne, la plupart des accords salariaux prévoient un ajustement rétroactif des salaires en décembre si la hausse des prix a dépassé le taux de référence (en général 2 %), ce qui sera le cas cette année. Enfin, en France et en Slovaquie, l'indexation porte sur le salaire minimum qui ne concerne qu'une part assez faible des salariés.

En définitive, les risques d'une accélération des salaires paraissent aujourd'hui limités dans l'UEM. Mais, plus le prix du pétrole et des produits alimentaires montera, plus les pertes de pouvoir d'achat des ménages seront difficilement supportées et plus ce risque s'accroîtra. S'il commence à se matérialiser, la BCE n'atténuera pas, voire aggravera, le ralentissement de l'activité *via* une remontée du *refi* ; sinon, le taux d'inflation pourrait dépasser durablement la cible de moyen terme des 2 %, appelant, à terme, un durcissement de la politique monétaire très coûteux en termes de croissance.

À long terme, joueront plutôt des facteurs défavorables : lorsque la croissance rebondira, la maîtrise de l'inflation ne reposera plus que sur la politique monétaire

Au-delà des prochaines années, différents éléments joueront dans le sens d'une résurgence des tensions inflationnistes.

- La mondialisation ne sera plus le facteur désinflationniste qu'elle a été au cours des années 1990. D'une part, l'élévation du niveau de vie des habitants des pays émergents conjuguée à leur croissance démographique se traduira par des tensions durables sur les ressources naturelles (matières premières, pétrole, produits agricoles). D'autre part, les économies en rattrapage s'inscriront, tôt ou tard, dans le processus normal d'appréciation du taux de change réel de leurs monnaies.

- Le vieillissement de la population aura un double impact inflationniste : en réduisant la taille de la population active et en accroissant ainsi les tensions sur le marché du travail, en Europe et au Japon notamment ; en accroissant les dépenses publiques liées au financement des retraites et de la dépendance. D'où de possibles conflits de répartition du revenu générateurs d'inflation.

- Le changement climatique jouera sans doute sur l'inflation. D'une part, il est susceptible, par ses effets directs, d'affecter la production (produits alimentaires, électricité hydraulique). D'autre part, la mise en œuvre de mesures visant à limiter les émissions de CO₂ sont susceptibles d'accroître, au moins temporairement, les coûts de production.

En définitive, en l'absence de nouvelles avancées techniques permettant une accélération des gains de productivité, la maîtrise de l'inflation reposera sur le *policy mix* et, en particulier, sur la politique monétaire dans un environnement beaucoup moins favorable que celui, exceptionnel, de la période de *Great Moderation*.

Hervé MONET – 01 42 14 88 16

AGRÉGATS MACROÉCONOMIQUES

	PIB (variation en %)			Inflation (en %)			Solde courant (en % du PIB)		
	2007	2008 (p)	2009 (p)	2007	2008 (p)	2009 (p)	2007	2008 (p)	2009 (p)
États-Unis	2,2	1,4	1,0	2,9	3,9	2,5	-5,3	-5,2	-4,8
Japon	2,1	1,4	1,4	0,1	0,8	0,6	4,8	4,1	4,0
Royaume-Uni	3,0	1,8	1,4	2,3	3,2	2,1	-4,2	-4,1	-3,6
Zone euro	2,6	1,7	1,3	2,1	3,2	1,6	0,3	0,4	0,4
France	2,1	1,7	1,3	1,5	3,1	1,9	-1,2	-1,7	-1,8
Allemagne	2,6	2,0	1,1	2,4	2,6	2,2	7,2	7,3	7,0
Italie	1,4	0,2	0,4	2,0	3,2	2,0	-2,4	-2,7	-2,9
Espagne	3,8	1,6	1,3	2,8	3,9	2,6	-10,1	-9,3	-9,0

TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET À LONG TERME

	2007		30/05/2008		août 2008		novembre 2008	
	3 mois	10 ans	3 mois	10 ans	3 mois	10 ans	3 mois	10 ans
États-Unis	5,26	4,63	2,74	4,05	2,70	3,80	2,50	3,90
Japon	0,73	1,67	0,84	1,75	0,80	1,70	0,75	1,70
Royaume-Uni	5,96	5,00	5,83	4,97	5,60	5,00	5,20	4,80
Zone euro	4,25		4,84		4,70		4,30	
France		4,29		4,52		4,40		4,10
Allemagne		4,23		4,39		4,30		4,00
Italie		4,46		4,77		4,65		4,35
Espagne		4,30		4,57		4,45		4,15

TAUX D'INTÉRÊT

	2007	30/05/2008	août 2008	novembre 2008
États-Unis - Taux objectif Fed funds	5,05	2,00	2,00	2,00
Japon - Uncollateralized O/N Call Rate	0,47	0,53	0,50	0,50
Royaume-Uni - Bank rate	5,51	5,00	5,00	4,75
Zone euro - Taux de refinancement	3,84	4,00	4,00	3,75

COURS DE CHANGE

	2007	30/05/2008	août 2008	novembre 2008
EUR/USD	1,37	1,55	1,58	1,50
EUR/GBP	0,68	0,79	0,80	0,76
EUR/JPY	161	164	163	150
USD/JPY	118	106	103	100
GBP/USD	2,00	1,98	1,98	1,97

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux-seuls, mais ne dispense ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale 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. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

A l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.

