

Paris, le 30 juin 2022

L'Europe paie-t-elle la facture de l'interventionnisme américain ?

La crise du Covid-19 a été exceptionnelle par sa nature et ses impacts.



*Article écrit par Lionel Melka
Directeur de la recherche
HOMA CAPITAL*

Pour la première fois, la moitié de l'Humanité a été confinée, chaque mois de confinement mettant à l'arrêt le tiers des économies développées.

Pour la première fois également, l'Humanité a traversé une crise économique organisée par ses gouvernements, lesquels ont eu des réponses budgétaires qui ne sont comparables ni par leur proportion ni par leur destination.

Or, dans un environnement où les économies sont interdépendantes, les excès des uns ne risquent-ils pas de pénaliser la pondération des autres ?

L'ampleur du plan de Joe Biden, qui succède à l'interventionnisme exacerbé de Donald Trump, n'est-il pas le facteur explicatif de l'inflation qui menace l'Europe ?

Le plan de relance américain de Joe Biden, d'un montant de 1,900 milliard de dollars l'année dernière était un programme fiscal très controversé, même parmi les macroéconomistes de centre-gauche.

Un point de désaccord concernait la taille du programme, par rapport aux estimations du *Congressional Budget Office* concernant la "production potentielle" de l'économie. Certains se sont opposés parce qu'il était environ deux fois plus important que le déficit du PIB à l'époque. D'autres ont fait valoir que ces estimations de la production potentielle étaient entachées d'une grande incertitude et ne devaient pas constituer un facteur limitatif de la politique.

Ce stimulus a donné un coup de fouet supplémentaire à une économie qui se redressait déjà rapidement et a porté le total des mesures de relance contre la pandémie à 25 % du PIB, soit le niveau le plus élevé du monde développé. Alors que la Maison Blanche appuyait sur l'accélérateur, la Fed aurait dû freiner.

La hausse supplémentaire de la demande de biens ne s'est pas accompagnée d'une augmentation de l'offre. Les fermetures de sites de production en Asie et ailleurs, ainsi que l'effondrement des systèmes de transport mondiaux, se sont poursuivis même après que des vaccins efficaces ont commencé à être distribués. La situation de l'offre s'est aggravée avec l'arrivée de nouvelles vagues de Covid et la guerre en Ukraine.

Le facteur essentiel de l'inflation galopante a clairement été l'interaction entre une politique fiscale agressive, la pandémie et la géopolitique.

Il y a actuellement environ deux fois plus d'offres d'emploi que de chômeurs sur le marché du travail aux Etats-Unis et le chômage est à un plus bas historique (2,9%). Le plan de sauvetage offrait des prestations généreuses aux chômeurs, ce qui a probablement retardé le retour au travail de certains d'entre eux. Entre-temps, le fait de contracter le Covid et de s'occuper des membres de sa famille a empêché certains travailleurs de revenir sur le marché du travail. La demande de logements dépasse l'offre, encore plus que d'habitude, faisant grimper fortement les prix de l'immobilier et les loyers.

Mais dans quelle mesure exactement la hausse de l'inflation est-elle due au plan de sauvetage ?

Une étude (1) menée par des chercheurs de la *Federal Reserve Bank of San Francisco* qui compare l'inflation en Amérique et en Europe, à l'exclusion de l'alimentation et de l'énergie, estime que le plan de sauvetage est à l'origine de trois points de pourcentage de l'inflation aux Etats-Unis.

En Europe la situation est différente.

Pendant la majeure partie de la décennie écoulée, les taux d'intérêt très bas semblaient être une réalité dans la zone euro, tout comme la faible inflation. Aujourd'hui, les prix à la consommation augmentent à un rythme annuel supérieur à 8%, ce qui dépasse largement l'objectif de 2% de la Banque centrale européenne. Les membres du Conseil des Gouverneurs de la Banque ont signalé lors d'une réunion de politique monétaire le 9 juin leur intention de relever les taux prochainement. Mais la BCE se trouve dans une position délicate : elle doit faire face non seulement à la flambée des prix, qui pourrait justifier une hausse rapide des taux, mais aussi à des perspectives de croissance plus pessimistes, qui pourraient justifier la patience.

La cause profonde de ces deux évolutions est une grave crise des prix de l'énergie. Les prix du pétrole et du gaz naturel étaient déjà en hausse avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie ; la guerre les a encore fait grimper en flèche. Ces hausses de prix ont joué un

rôle beaucoup plus important dans l'augmentation de l'inflation des prix à la consommation en Europe qu'aux Etats-Unis, où les mesures de relance ont joué un rôle prépondérant. Les prix de l'énergie dans la zone euro - qui ont augmenté à un taux annuel impressionnant de 39% en mai - contribuent à environ quatre points de pourcentage de l'inflation globale, contre deux en Amérique.

Les effets commencent à se propager à d'autres prix. L'inflation "de base", qui exclut les prix de l'alimentation et de l'énergie, a été plus élevée dans la zone euro en mai que ce que les économistes avaient prévu. En avril, les prix à la production allemands ont connu une hausse record de 33% par rapport à l'année dernière, sous l'effet non seulement de l'énergie, mais aussi des biens à forte intensité énergétique tels que le béton et les produits chimiques. Le résultat est un coup de massue pour les coûts des entreprises et le pouvoir d'achat des ménages.

Dans quelle mesure cela met-il en danger l'économie de la zone euro ?

L'une des conséquences du choc énergétique est la baisse des revenus des ménages en termes réels. La croissance des salaires s'est légèrement accélérée dans la zone mais elle reste inférieure à l'inflation. Certains employeurs ont effectué des versements ponctuels à leurs salariés pour compenser la flambée des prix sans avoir à supporter des coûts salariaux fixes plus élevés. Toutefois, même dans ce cas, la croissance annuelle des salaires aux Pays-Bas, où le marché du travail est tendu, n'a atteint que 2,8 % en mai. Dans un sens, c'est une bonne nouvelle pour la BCE, car cela réduit le risque d'une spirale salaires-prix. Mais cela pourrait se traduire par une baisse de la consommation, affaiblissant à son tour le reste de l'économie.

Une modération de la demande ne fait que s'ajouter à des mauvaises nouvelles pour le secteur manufacturier, où la confiance est déjà en chute libre. Les perturbations de l'approvisionnement dues aux récents blocages en Chine et aux prix élevés de l'énergie nuisent aux entreprises, l'Allemagne et l'Europe de l'Est semblant les plus vulnérables à un ralentissement industriel. En mai, les nouvelles commandes des fabricants de la zone ont diminué pour la première fois depuis juin 2020, ce qui indique un affaiblissement de la demande. Les commandes à l'exportation ont diminué à leur rythme le plus rapide en deux ans.

Les économistes prévoient donc un ralentissement de la croissance pour le reste de l'année. Mais peu s'attendent à une récession pure et simple pour l'instant. Cela s'explique par le fait que certains pans de l'économie affrontent le choc énergétique en position de force, et non de faiblesse. De nombreuses entreprises de services récoltent encore les fruits de la fin des fermetures liées au Covid. Les pays du Sud sont ceux qui en profitent le plus, étant donné leur dépendance à l'égard du tourisme ; en Espagne, les arrivées de vacanciers en quête de soleil ont presque atteint les niveaux pré-pandémiques en avril. Dans l'ensemble, le climat des affaires dans le secteur des services reste solide, de nombreuses entreprises faisant état d'un rattrapage d'activité croissant.

Les emplois restent également abondants. Dans l'ensemble de l'Union européenne, on comptait trois postes vacants pour 100 emplois au premier trimestre de 2022, un niveau historiquement élevé. Les prévisions d'embauche des entreprises sont solides, bien que légèrement plus faibles depuis le début de la guerre en Ukraine. Plus d'une entreprise sur quatre en Europe déclare que le manque de personnel l'empêche de produire davantage.

La réserve d'épargne accumulée pendant les périodes de fermeture devrait également permettre aux consommateurs de se prémunir contre le choc énergétique.

Ces amortisseurs atténueront l'impact du choc énergétique. Mais ils ne le compenseront pas complètement. Pour commencer, l'excédent d'épargne n'est pas réparti de manière égale. Les personnes les plus pauvres des pays riches, et la plupart des ménages des pays pauvres, n'ont pas pu épargner pendant la pandémie.

De nombreux gouvernements ont mis en place des programmes de dépenses pour protéger les ménages des prix élevés de l'énergie. Selon l'institut belge Bruegel, l'Allemagne, la France et d'autres pays dépensent entre 1 et 2% du PIB. Cependant, ces dépenses ne sont pas toutes bien ciblées. Une grande partie est consacrée à des ménages aisés qui n'en ont pas besoin ; d'autres mesures ont consisté à intervenir sur les prix, une partie des bénéficiaires allant aux fournisseurs d'énergie.

Il ressort, de ce qui précède, que le défaut de coordinations des politiques interventionnistes dans un environnement d'économies interdépendantes peut conduire à une situation où les fourmis font les frais des cigales.

(1) <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2022/march/why-is-us-inflation-higher-than-in-other-countries/>

INFORMATIONS IMPORTANTES : Les informations disponibles sur le présent document ont un caractère purement informatif. Toutes les opinions exprimées sont celles de HOMA CAPITAL et ne constituent pas de conseil en investissement. Les données disponibles sur le présent document sont constituées à partir de sources réputées fiables mais n'ont pas été vérifiées par un organisme indépendant. Elles ne constituent ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les commentaires ne sauraient être considérés comme une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers.