

INFLATION : STOP OU ENCORE ?

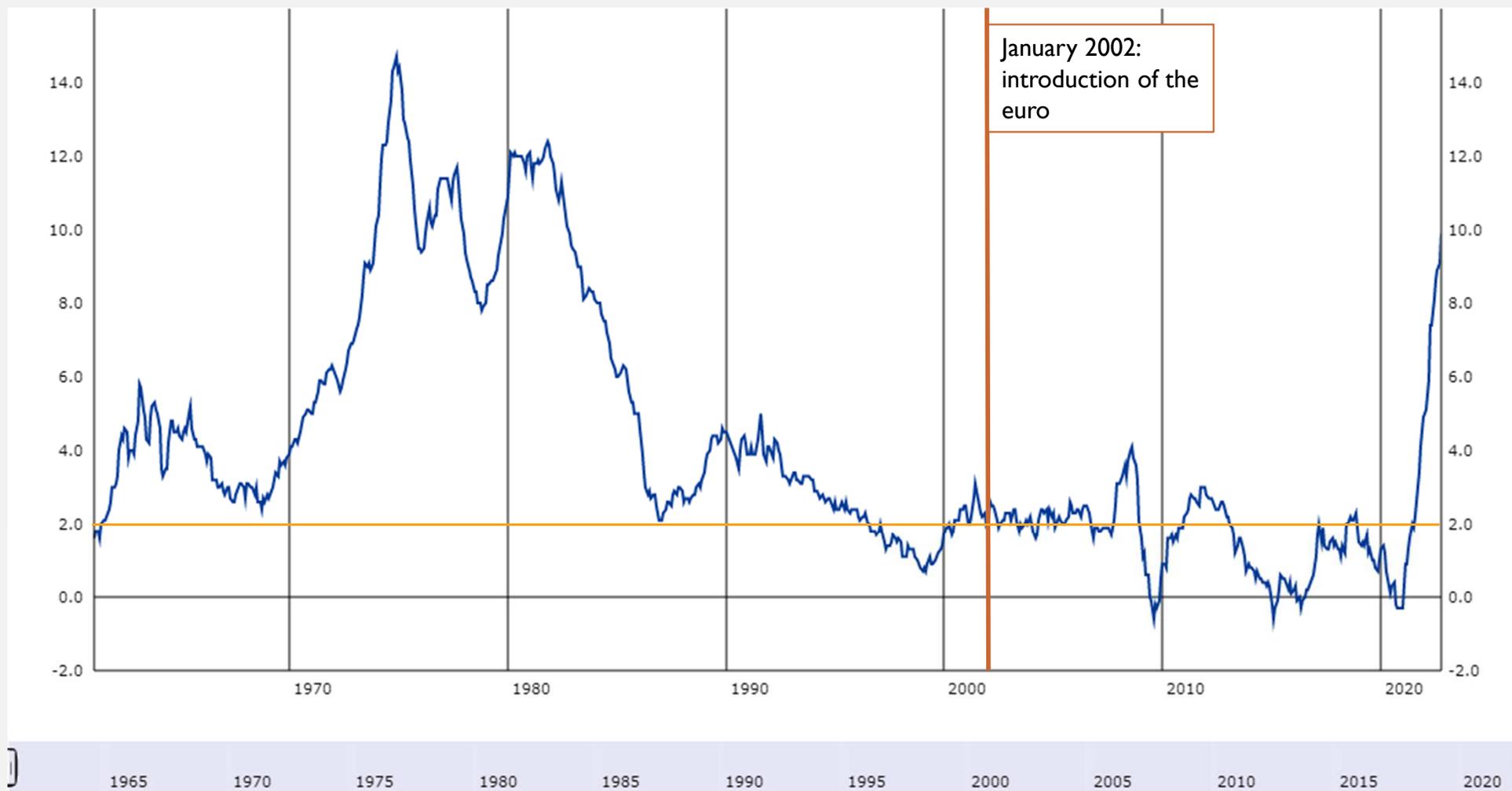
Lionel Artige
Université de Liège

17 novembre 2022

UN PEU D'HISTOIRE...

Les prix énergétiques et l'inflation

Inflation rate (year-on-year, %) in the euro area from January 1961 to September 2022



Source: ECB

CHOCs PÉTROLIERS DES ANNÉES 1970

- Août 1971, le président américain Nixon suspend la convertibilité du dollar en or mettant ainsi fin aux Accords de Bretton Woods (1944). Le système de taux de changes fixes devient *de facto* un système de changes flottants.
- Le dollar, désormais flottant, se déprécie fortement entraînant dans sa chute les revenus des pays pétroliers.
- La baisse des revenus pétroliers et la volonté de sanctionner les pays qui ont soutenu Israël lors de la guerre du Kippour conduisent les pays de l'OPEP à réduire leur production de pétrole. Entre octobre 1973 et mars 1974, le prix du pétrole quadruple. C'est le premier choc pétrolier.

CHOC PÉTROLIERS DES ANNÉES 1970

- Ce choc d'offre provoque une forte poussée inflationniste en Europe et dans le reste du monde.
- La révolution iranienne de 1978-1979 et la guerre Iran-Irak qui débute en 1980 provoquent un deuxième choc pétrolier. Le prix du pétrole va être multiplié par près de 3 entre 1978 et 1981, prolongeant ainsi la période inflationniste commencée en 1973.
- En Europe, si le marché est commun depuis 1956 (Traité de Rome), les politiques monétaire et budgétaire demeurent nationales. Chaque pays va devoir combattre l'inflation avec ses propres moyens nationaux. Selon les pays, les succès seront très divers créant des crises de changes au sein de l'Europe perturbant alors le Marché Commun. L'Europe est mûre pour la création d'une monnaie unique.

2021-2022 : PREMIÈRE POUSSÉE INFLATIONNISTE DE LA ZONE EURO

- L'année 2021 est une année de forte croissance dans le monde après une année confinée en 2020 pour cause de pandémie. Au printemps 2021, les prix énergétiques et, notamment celui du gaz, commencent à augmenter sensiblement.
- En février 2022, la Russie envahit l'Ukraine provoquant une avalanche de sanctions occidentales contre la Russie qui décide, en représailles, de couper le robinet du gaz vers l'Europe. Le prix du gaz en Europe explose ravivant la poussée inflationniste naissante.
- C'est la première crise inflationniste de la zone euro depuis sa création mais, cette fois-ci, pas de crise de changes puisqu'il n'y a qu'une seule monnaie, et pas de politiques monétaires différentes puisqu'il n'y a qu'une seule Banque centrale qui conduit une politique monétaire pour 19 pays.

QUELLES SONT LES CAUSES DE LA FLAMBÉE DES PRIX ?

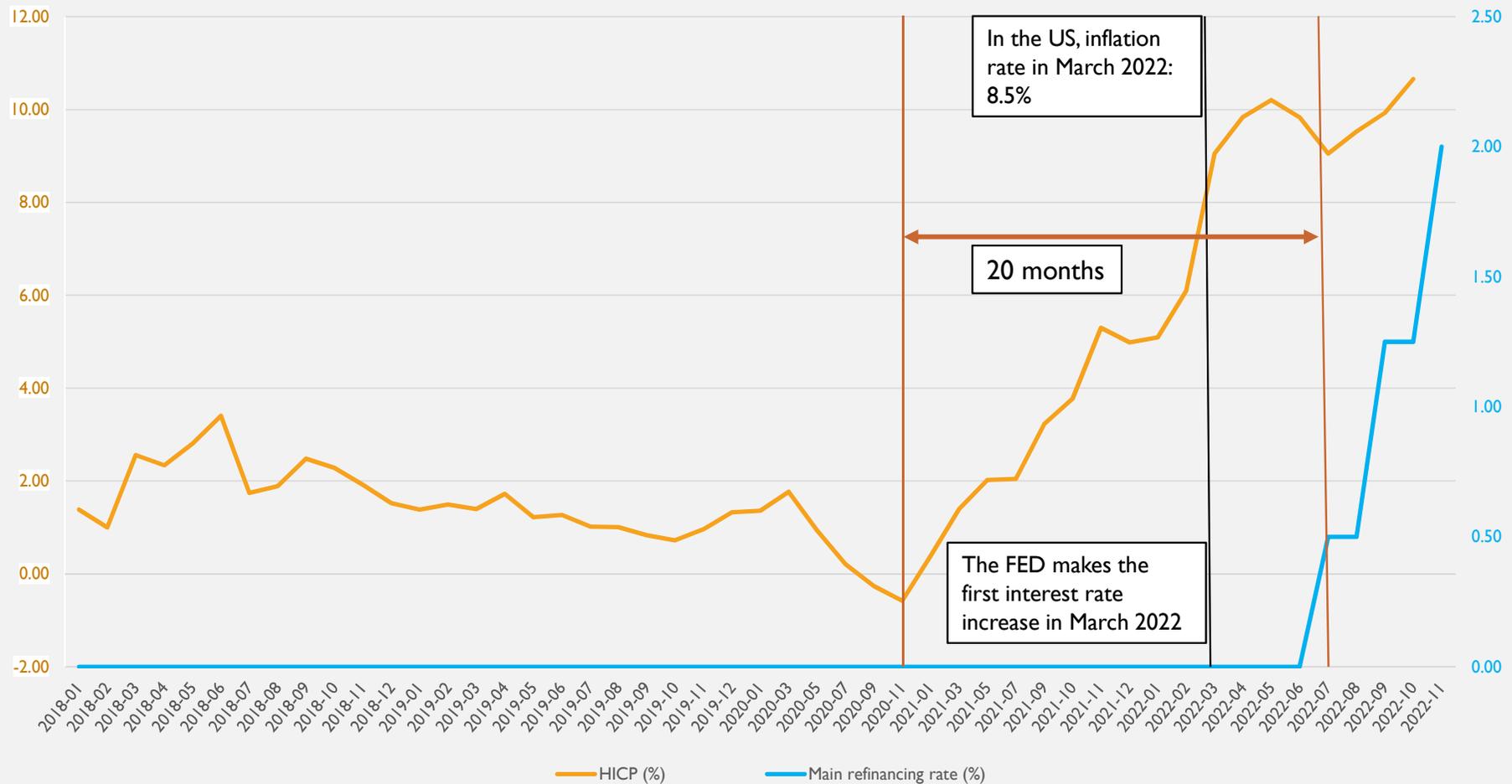
Les prix énergétiques, une nouvelle fois ?

QUELLES SONT LES CAUSES DE LA FLAMBÉE DES PRIX ?

- Chronologie des évènements
- Que dit la théorie économique ?
- Tour d'horizon des causes potentielles

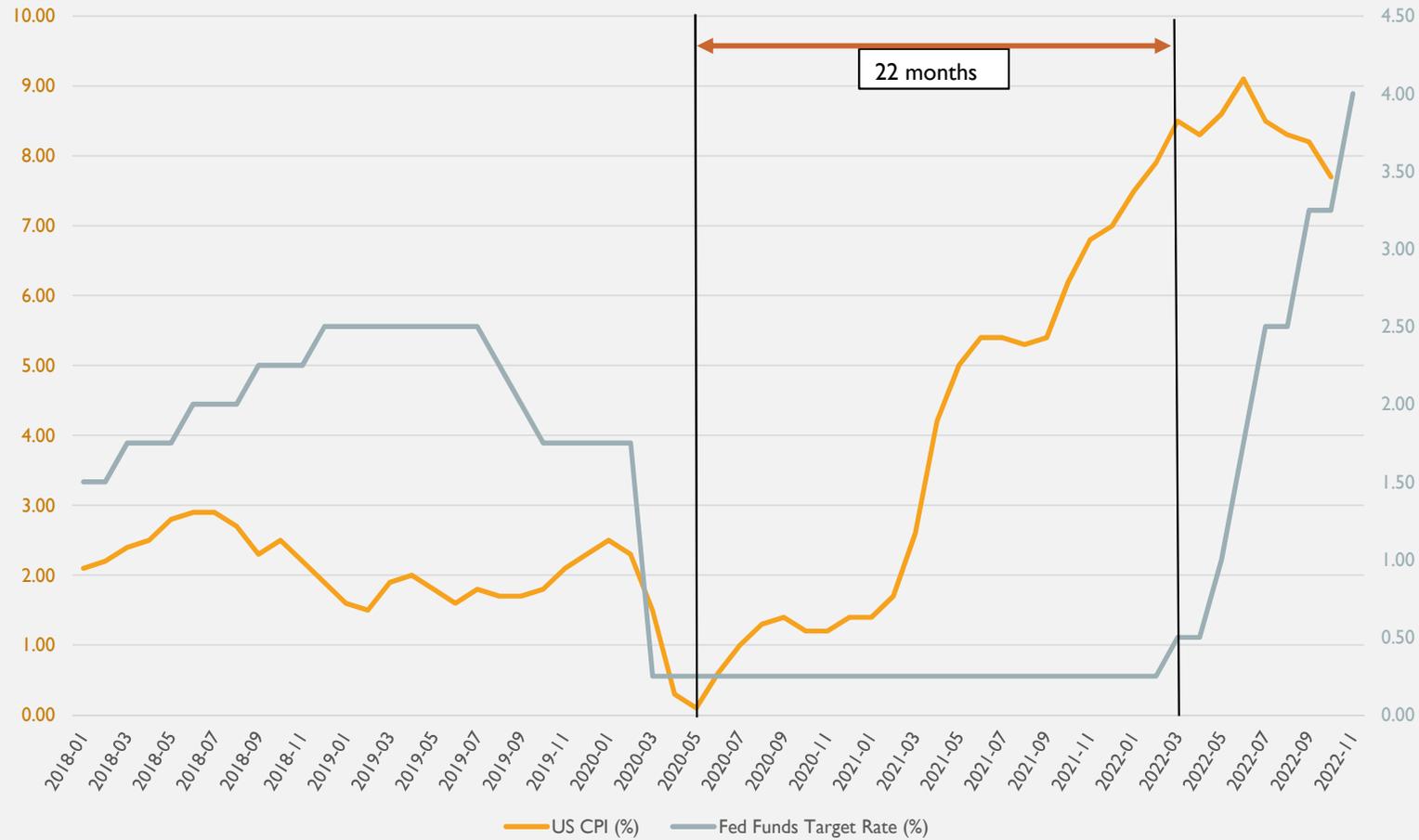
CHRONOLOGIE – ZONE EURO

Inflation rate (year-on-year, %) in the Euro area 2018 - 2022 (Oct) and ECB main refinancing rate (%) 2018 - 2022 (Nov)



CHRONOLOGIE – ETATS-UNIS

Inflation rate (year-on-year, %) in the US 2018 - 2022 (Oct) and the Fed Funds Target Rate (%) 2018 - 2022 (Nov)



QUE DIT LA THÉORIQUE ÉCONOMIQUE ?

- L'inflation est un phénomène monétaire ...
- ... que des chocs « réels » peuvent provoquer.

QU'EST-CE QUE L'INFLATION ?

“Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output. ... A steady rate of monetary growth at a moderate level can provide a framework under which a country can have little inflation and much growth. It will not produce perfect stability; it will not produce heaven on earth; but it can make an important contribution to a stable economic society.”

Milton Friedman (1970) *The Counter-Revolution in Monetary Theory*.

QU'EST-CE QUE L'INFLATION ?

- Ce que veut dire Friedman est que l'inflation résulte du comportement du ratio suivant :

$$\frac{\Delta M}{\Delta Y}$$

où ΔM est la variation de la masse monétaire

et ΔY est la variation du Produit intérieur brut (PIB).

QU'EST-CE QUE L'INFLATION ?

- Une augmentation ΔM de la masse monétaire diminue le taux d'intérêt et donc le coût du crédit ce qui tend à faire augmenter la demande de biens et de services.
- Les variations de ΔY , ce sont les variations de la production offerte sur les marchés de biens et de services.
- Lorsque la demande augmente plus vite que l'offre, les prix augmentent, et inversement.

QU'EST-CE QUE L'INFLATION ?

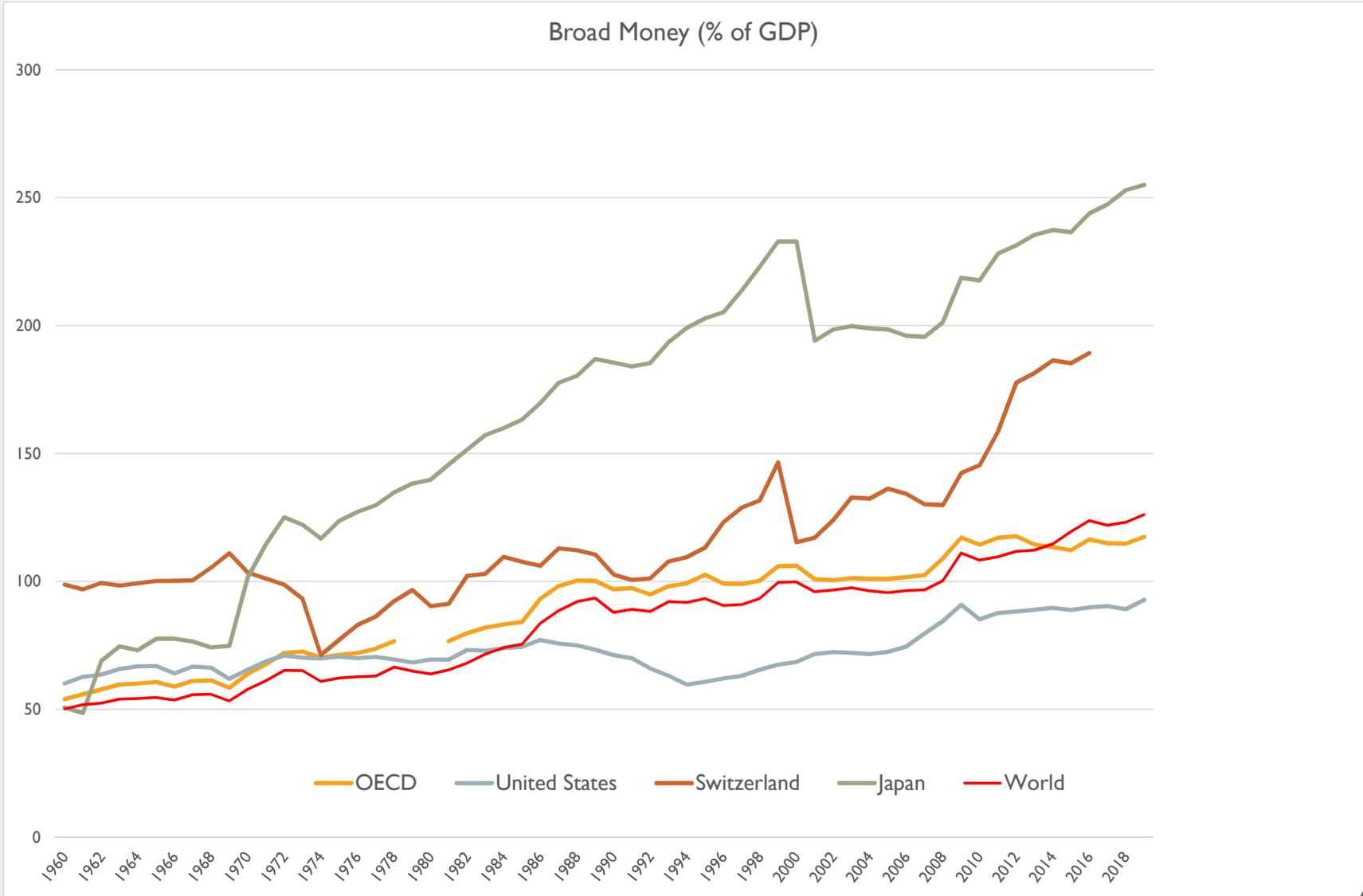
- Par exemple, un choc d'offre réel (comme la pénurie de matières premières) peut faire baisser la production (ΔY est négatif).
- Si la politique monétaire reste inchangée, la demande se retrouve supérieure à l'offre et les prix augmentent.
- Le choc est bien réel mais les prix augmentent parce que ΔM est inchangée alors que ΔY est négatif. La liquidité monétaire est donc trop dynamique par rapport à celle du PIB.

TOUR D'HORIZON DES CAUSES POTENTIELLES

- Choc monétaire ?
- Choc de demande ?
- Double choc d'offre ?
- Erreur de politique monétaire ?

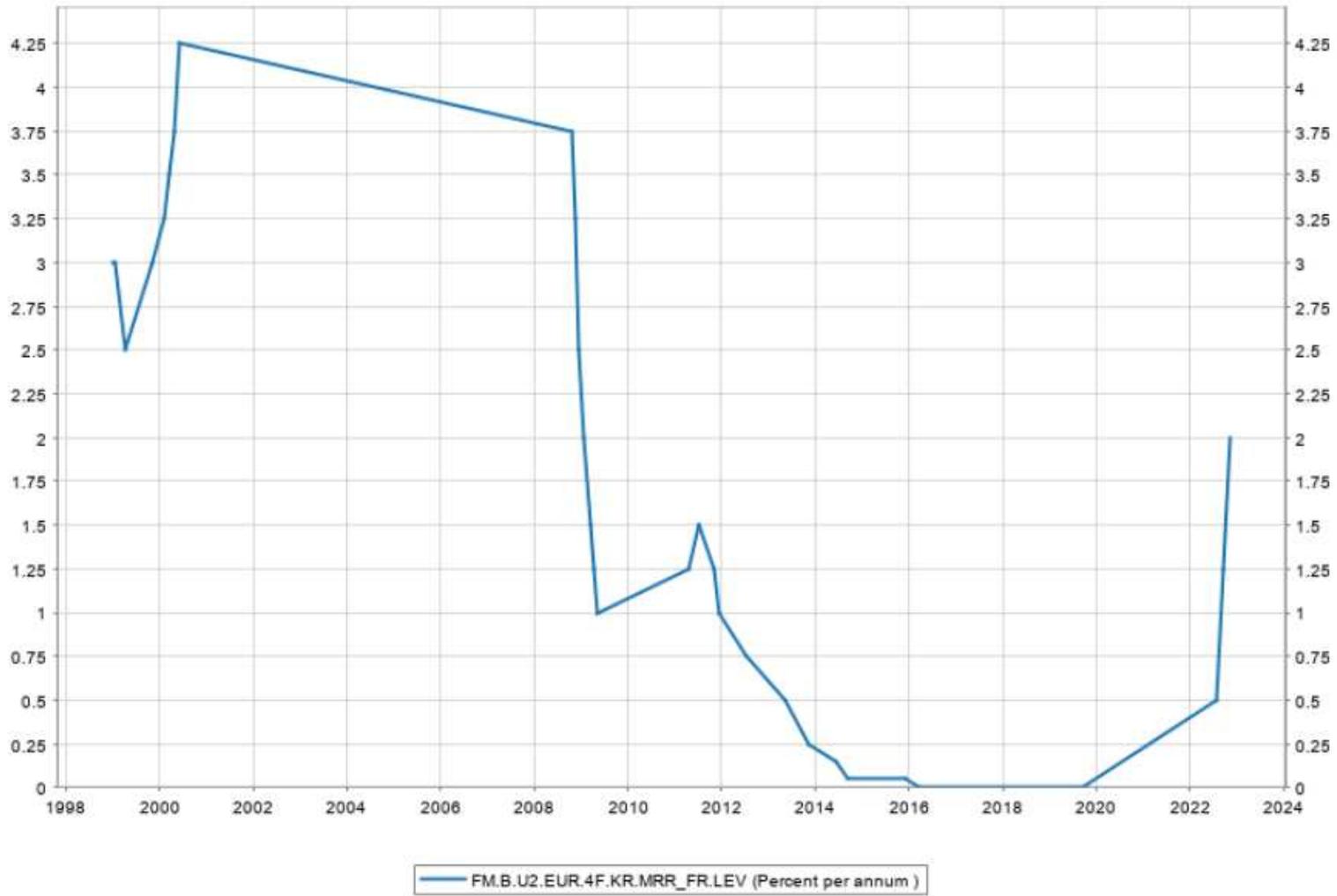
CHOC MONÉTAIRE ?

Politique monétaire trop accommodante pendant trop longtemps ?



Source : World Bank

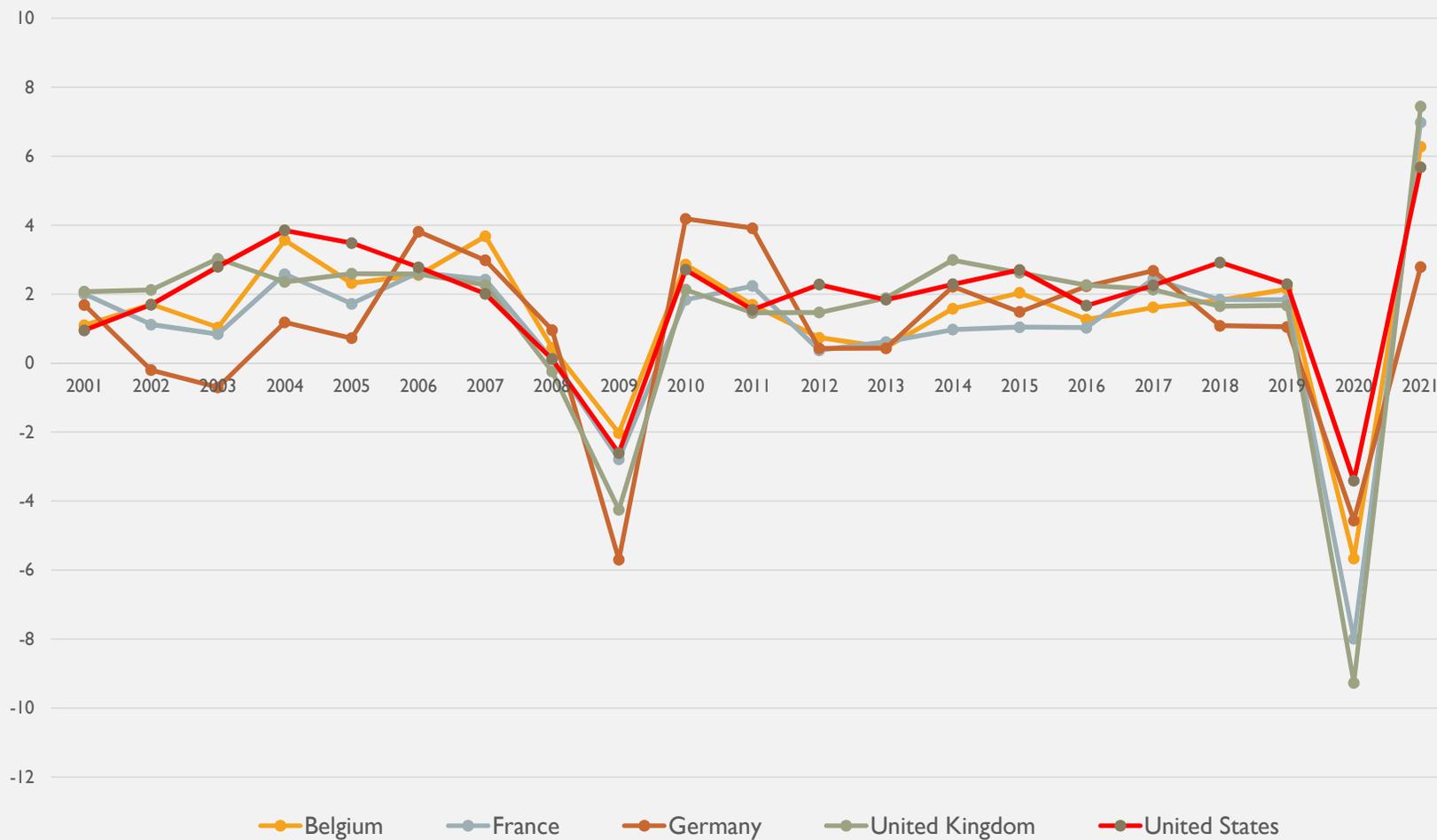
Euro area (changing composition) - Key interest rate - ECB Main refinancing operations - fixed rate tenders (fixed rate) (date of changes) - Level - Euro, provided by ECB



CHOC DE DEMANDE ?

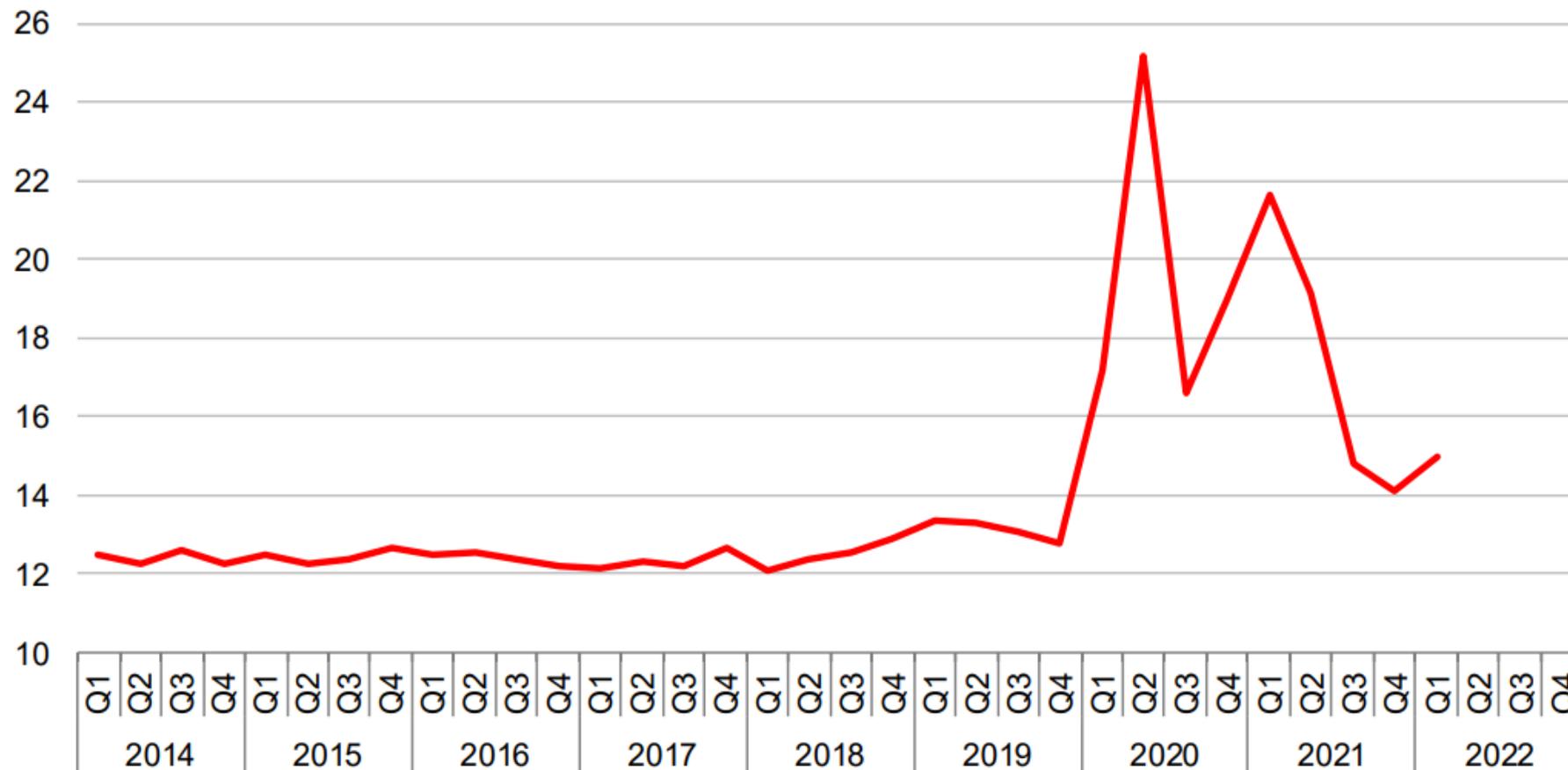
Rebond de la demande trop brutal ?

Real growth rates in selected countries (%)



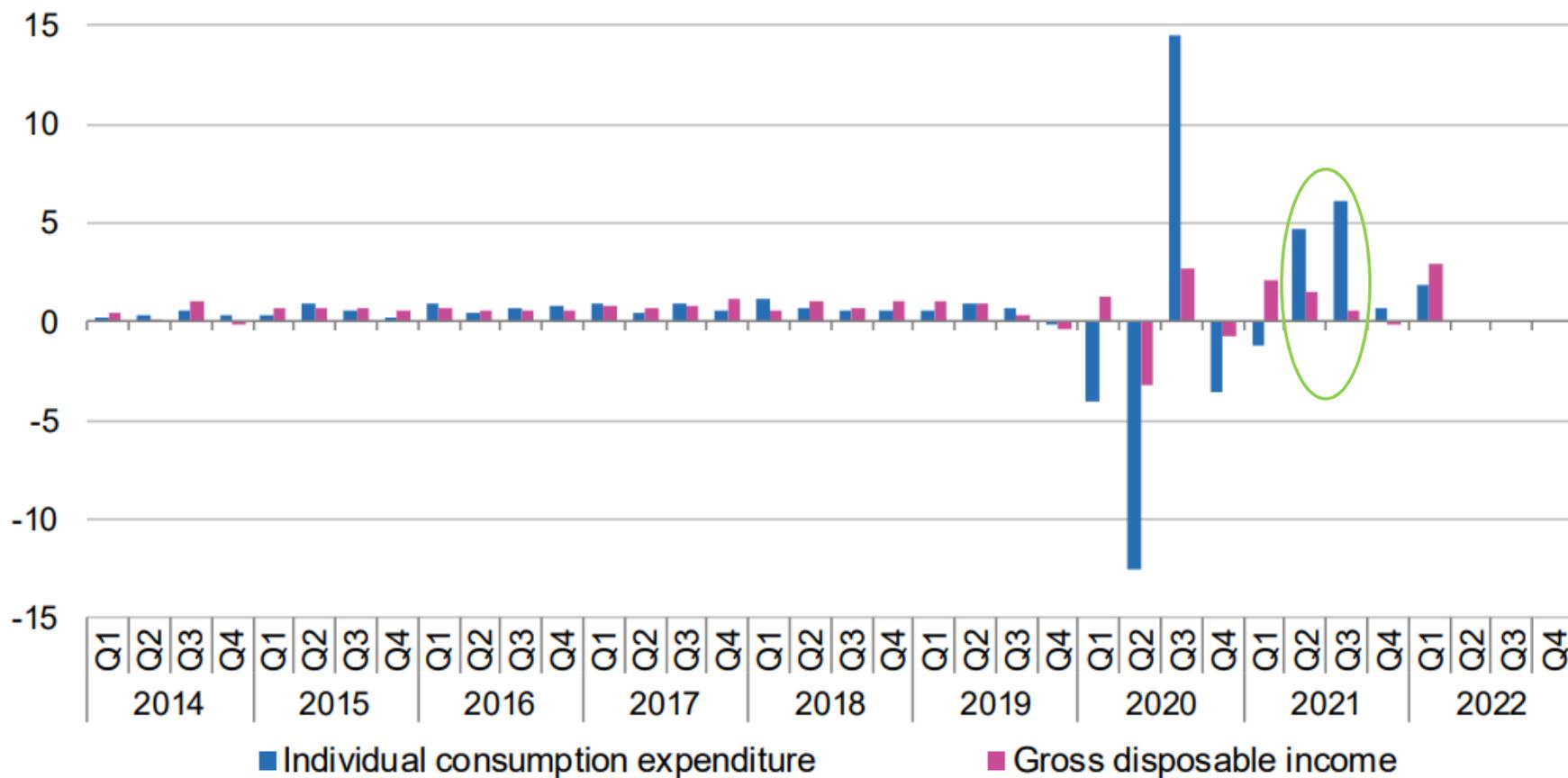
Source : IMF

Household saving rate in the euro area seasonally adjusted (%)



Components of household saving rate in the euro area

seasonally adjusted, quarter-over-quarter (%)



DOUBLE CHOC D'OFFRE ?

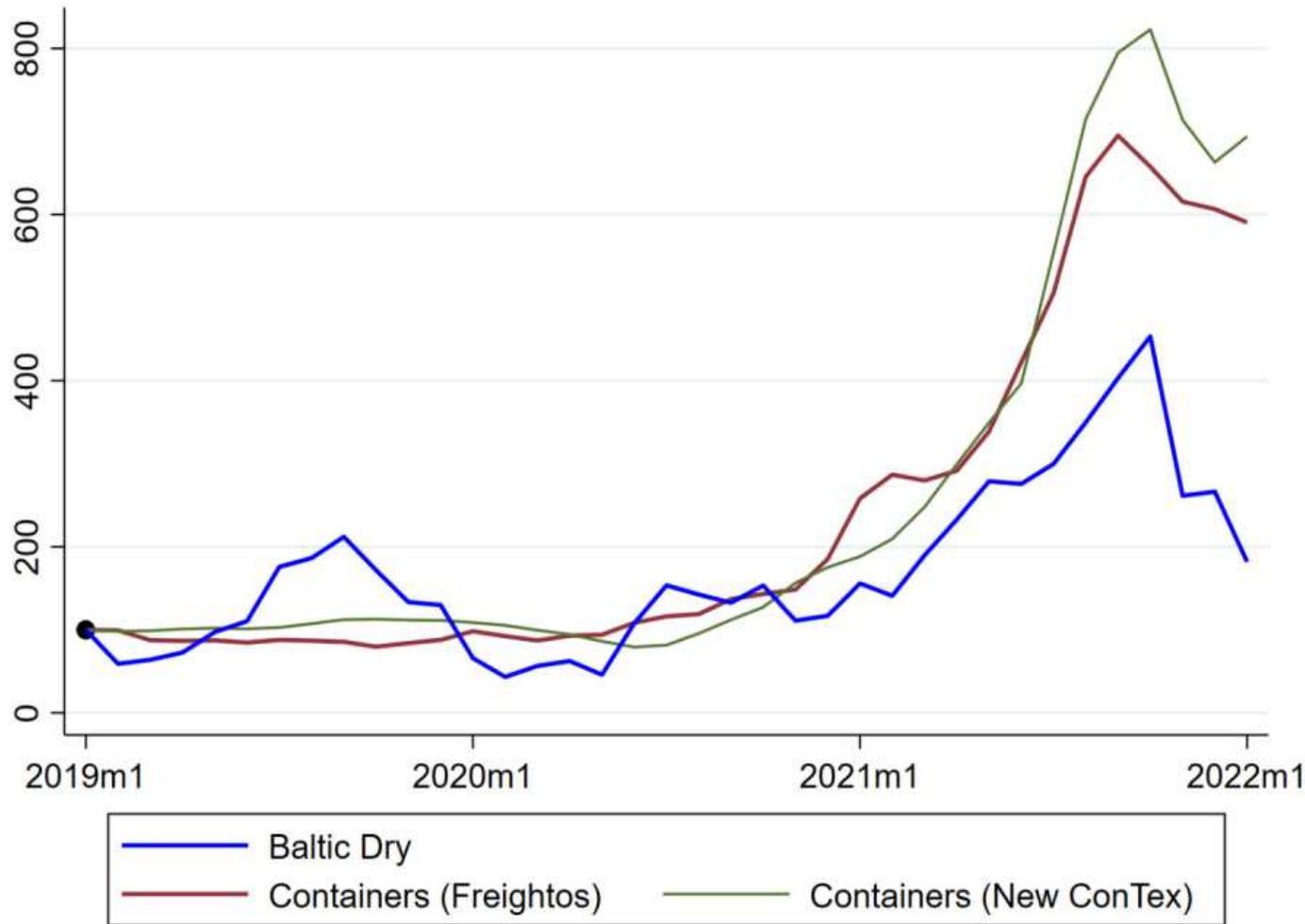
Transport international et énergie

PRIX DU TRANSPORT MARITIME

« La pandémie de Covid-19 a perturbé les chaînes d'approvisionnement mondiales, entraînant des retards dans les expéditions et une flambée des coûts d'expédition. Nous étudions l'impact des chocs sur les coûts d'expédition mondiaux - mesurés par le Baltic Dry Index (BDI) - sur les prix intérieurs pour un large panel de pays pendant la période 1992-2021. Nous constatons que les pics du BDI sont suivis d'augmentations importantes et statistiquement significatives des prix à l'importation, de l'IPP, de l'inflation globale et de l'inflation de base, ainsi que des anticipations d'inflation. L'impact est similaire en magnitude mais plus persistant que pour les chocs sur les prix mondiaux du pétrole et des aliments. »

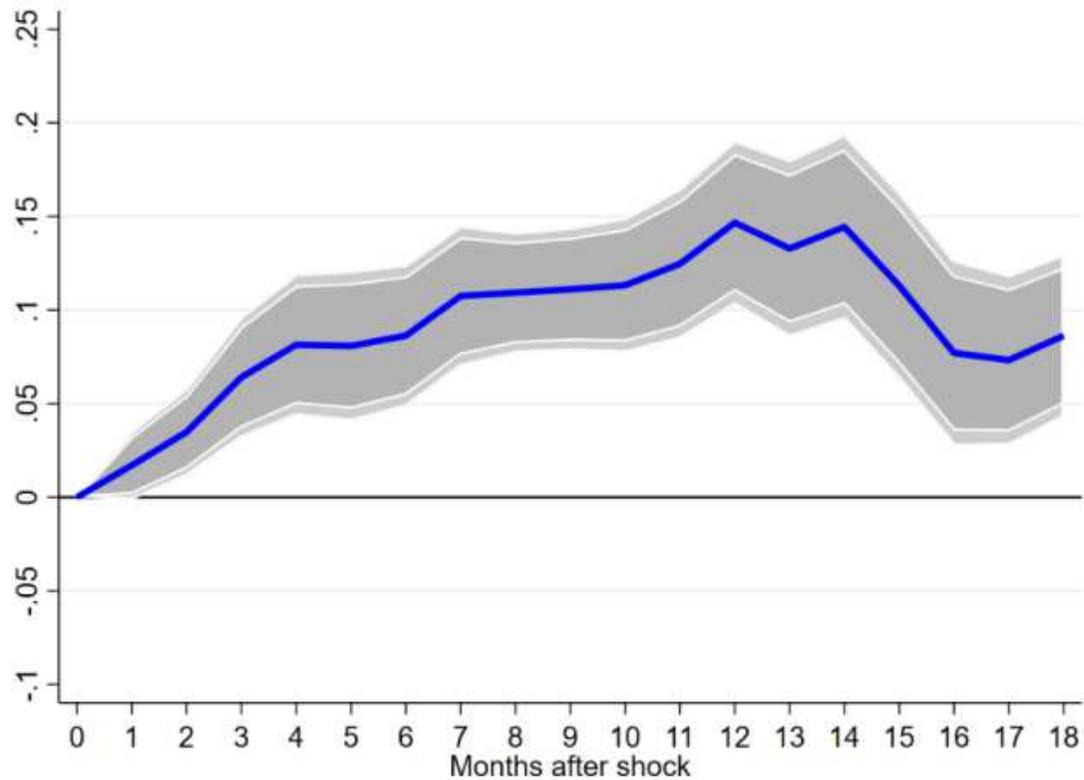
Source : Carriere-Swallow, M.Y., Deb, M. P., Furceri, D., Jimenez, D., & Ostry, M. J. D. (2022). *Shipping costs and inflation* (No. 17259). International Monetary Fund.

Figure 1: Indices of shipping costs during the COVID-19 pandemic; January 2019=100



Source: Bloomberg. "Freightos" is the Freightos Global Container Index available since October 2016. "New ConTex" is the Container Ship Time Charter Assessment Index published by the Hamburg Shipbrokers' Association available since October 2007.

Figure 2: The impact of shipping cost shocks on measures of national inflation (percentage points)



Note: The figure presents the impact of a one standard deviation increase in world shipping costs on domestic headline inflation in the baseline sample of 46 economies. The solid line is the impulse response function (IRF); the dark shaded region indicates the 90 percent confidence band; the light shaded region indicated the 95 percent confidence band. $t=0$ denotes the year of the shock.

PRIX DE L'ÉNERGIE

- La forte reprise économique en 2021 s'est produite simultanément dans tous les pays du monde créant une forte demande en énergie au même moment.
- La guerre en Ukraine en février 2022 et les sanctions occidentales envers la Russie provoquent une modification sans doute durable des approvisionnements en pétrole et en gaz. (En 2021, 40% des importations européennes de gaz, 27% de pétrole et 45% de charbon provenaient de Russie.)
- Ces deux évènements ont eu et ont encore des effets majeurs sur les prix de l'énergie et sur l'inflation.

PRIX DU PÉTROLE ET DU GAZ NATUREL

CRUDE OIL PRICE (\$/BBL) AND
NATURAL GAS (\$/MMBTU)

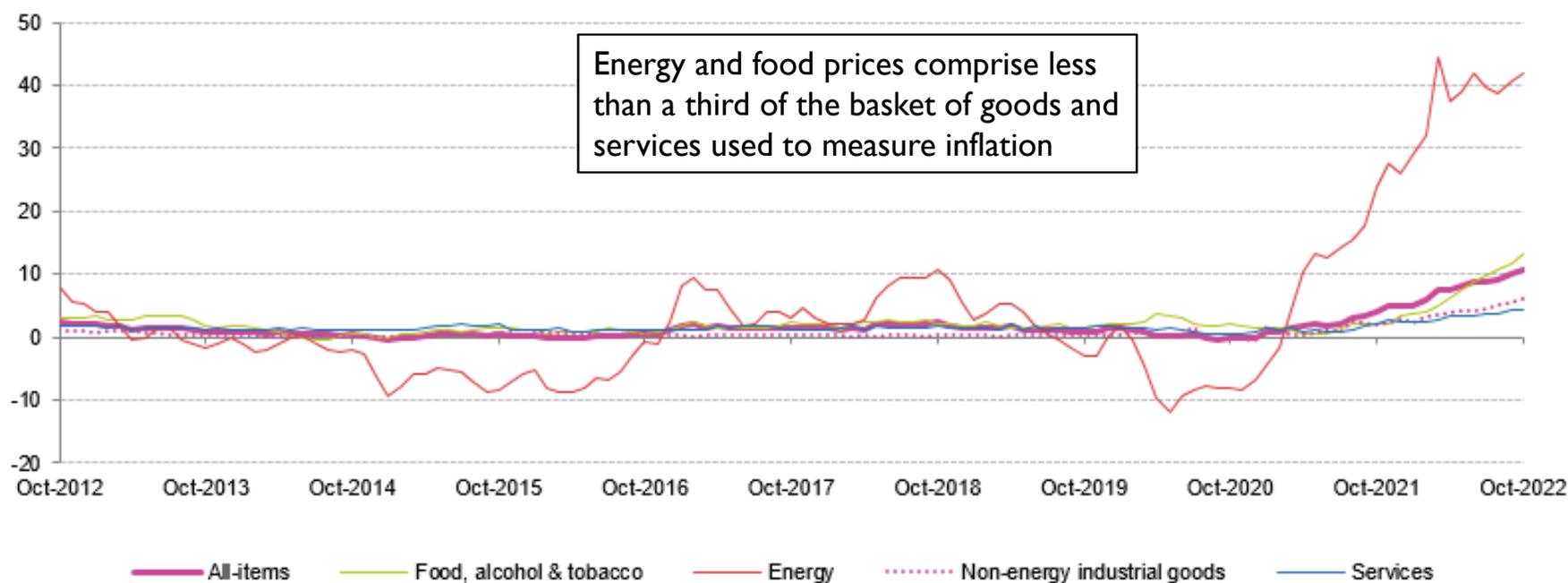


CRUDE OIL PRICE (\$/BBL) AND
NATURAL GAS EU DUTCH TTF (€/MWH)



Euro area annual inflation and its main components, October 2012 - October 2022 (estimated)

(%)

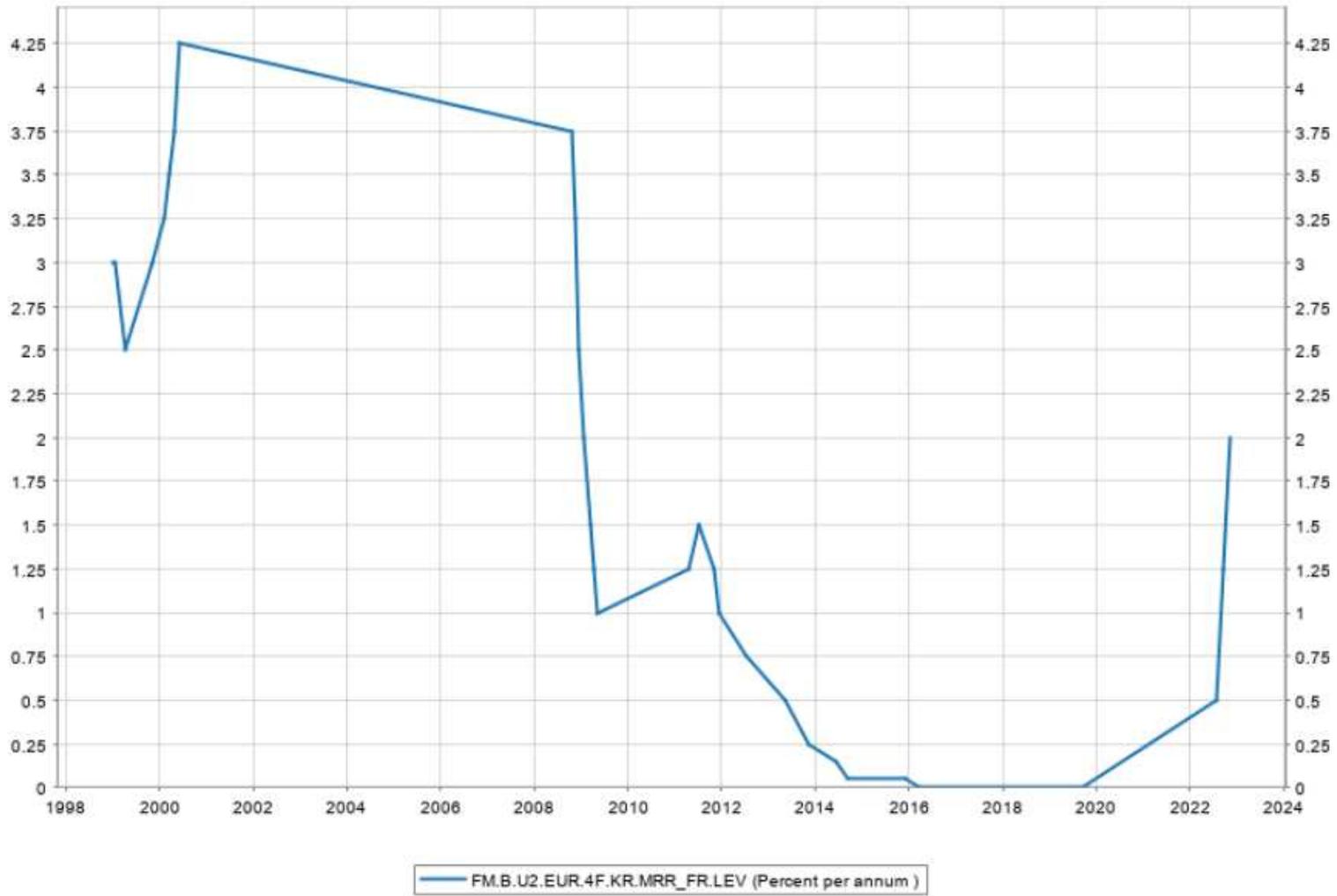


Source: Eurostat (online data code: prc_hicp_manr)

ERREUR DE POLITIQUE MONÉTAIRE ?

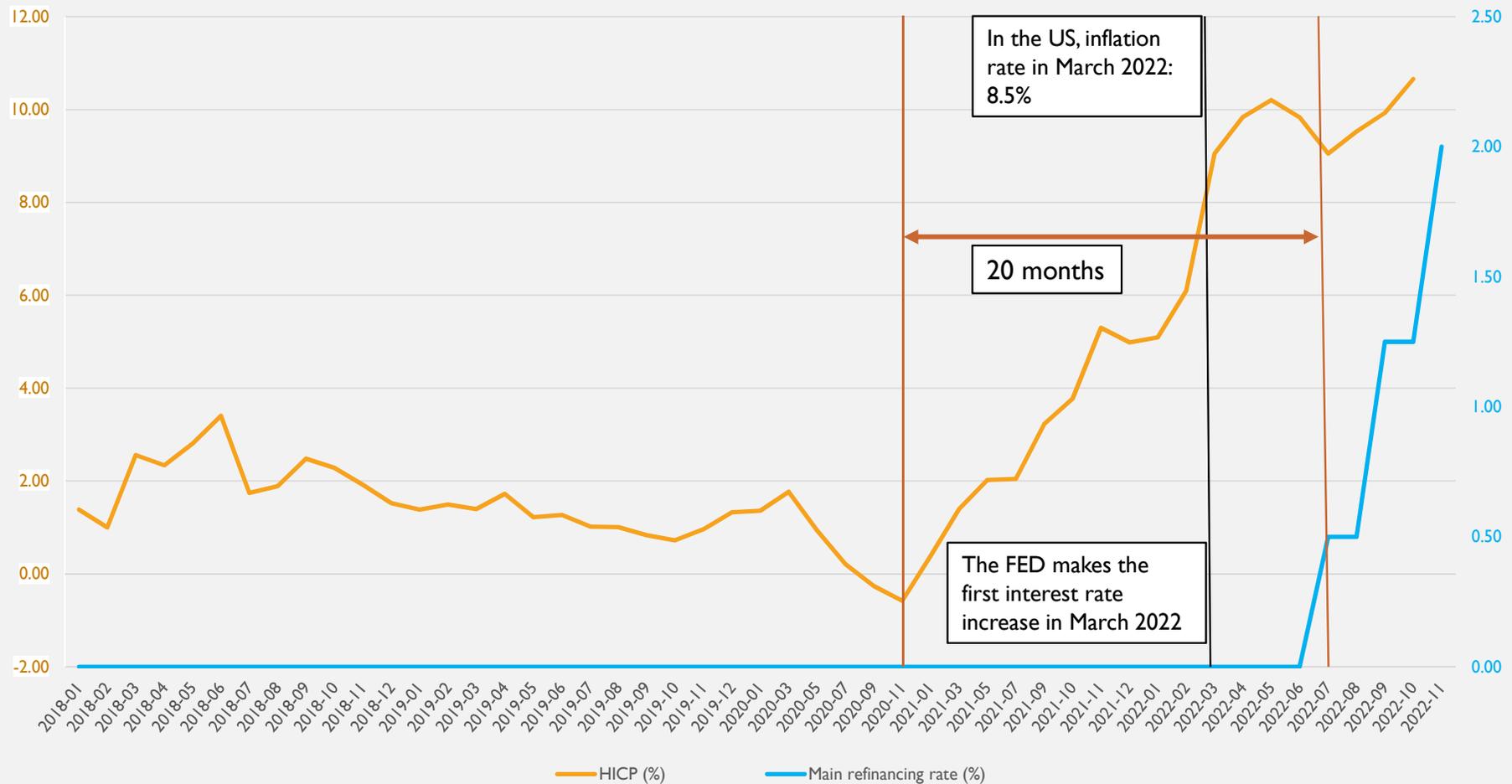
Réaction de la BCE trop tardive ?

Euro area (changing composition) - Key interest rate - ECB Main refinancing operations - fixed rate tenders (fixed rate) (date of changes) - Level - Euro, provided by ECB

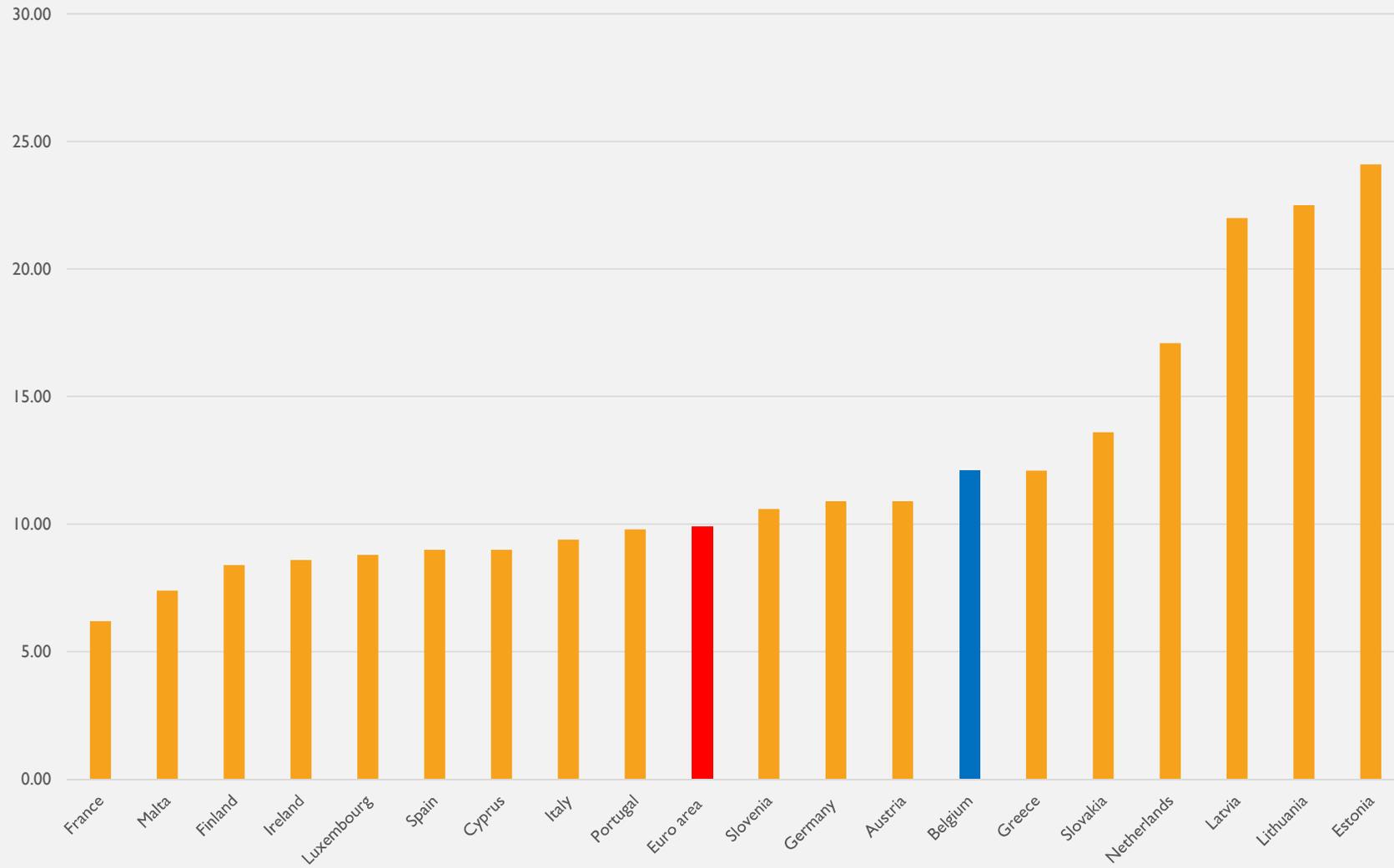


CHRONOLOGIE – ZONE EURO

Inflation rate (year-on-year, %) in the Euro area 2018 - 2022 (Oct) and ECB main refinancing rate (%) 2018 - 2022 (Nov)



Inflation rate (year-on-year, %) in the euro area (September 2022)



FINALEMENT ?

La flambée des prix est sans doute la conjonction de toutes ces causes.

LE RETOUR DE L'INFLATION EST-IL
DURABLE ?

DEUX SCENARIOS

- Scénario optimiste
- Scénario pessimiste

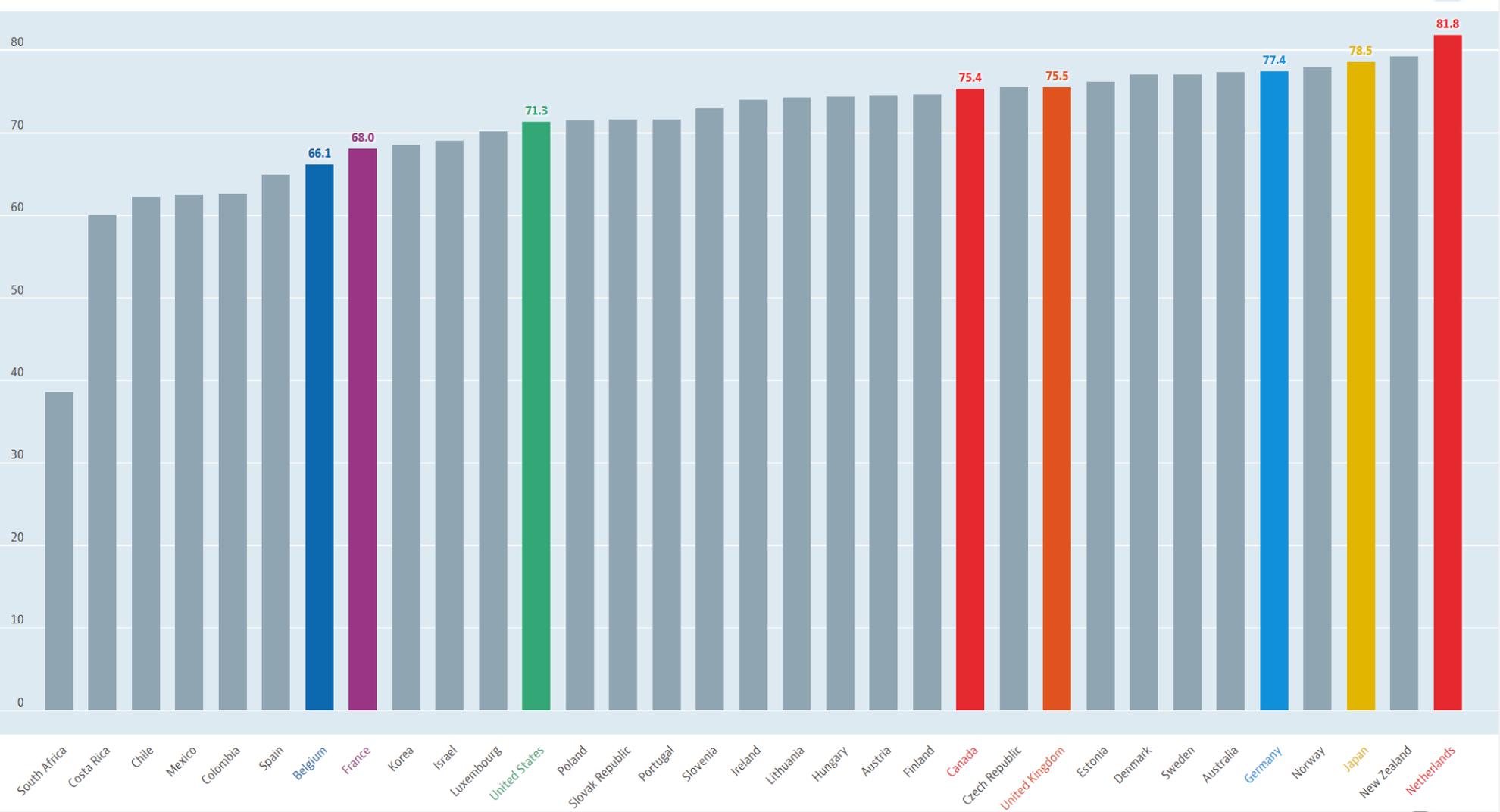
SCÉNARIO OPTIMISTE

- La hausse des prix énergétiques est temporaire.
- La croissance économique ralentit fortement diminuant la consommation énergétique et la demande de produits importés stratégiques (puces électroniques, ...).
- L'économie chinoise reste empêtrée dans sa gestion du Covid-19 réduisant ainsi sa demande en énergie.
- La hausse des salaires reste modérée et ne nourrit pas l'inflation.
- L'augmentation des prix des services reste modérée.

SCÉNARIO PESSIMISTE

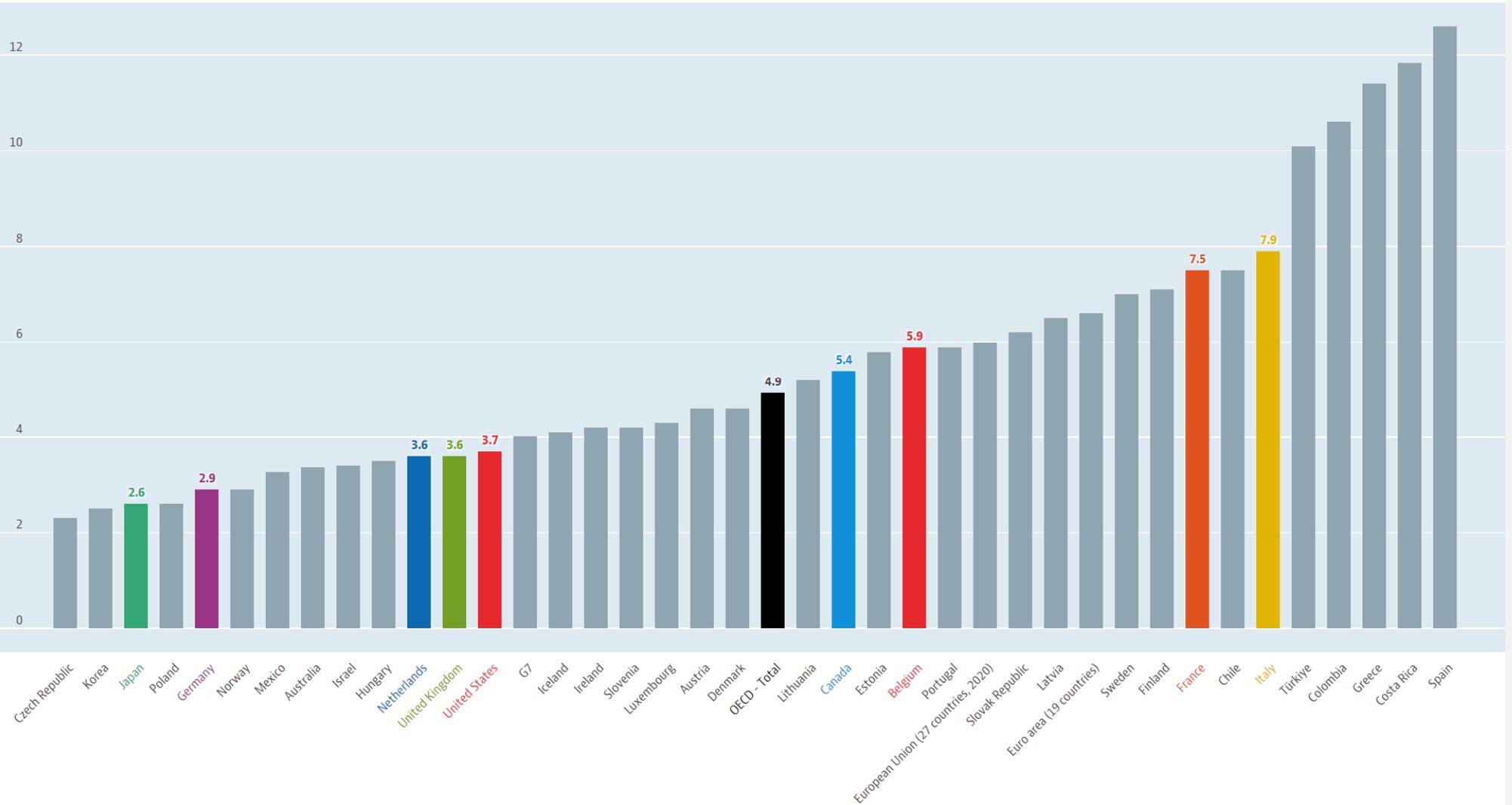
- La hausse des prix énergétiques est durable.
- Le chômage reste faible et les pénuries de main d'œuvre persistent, ce qui pousse les salaires à la hausse.
- L'augmentation des prix des services s'accélère.
- L'euro reste faible face au dollar.

Employment rate Total, % of working age population, Q2 2022



Source : OECD

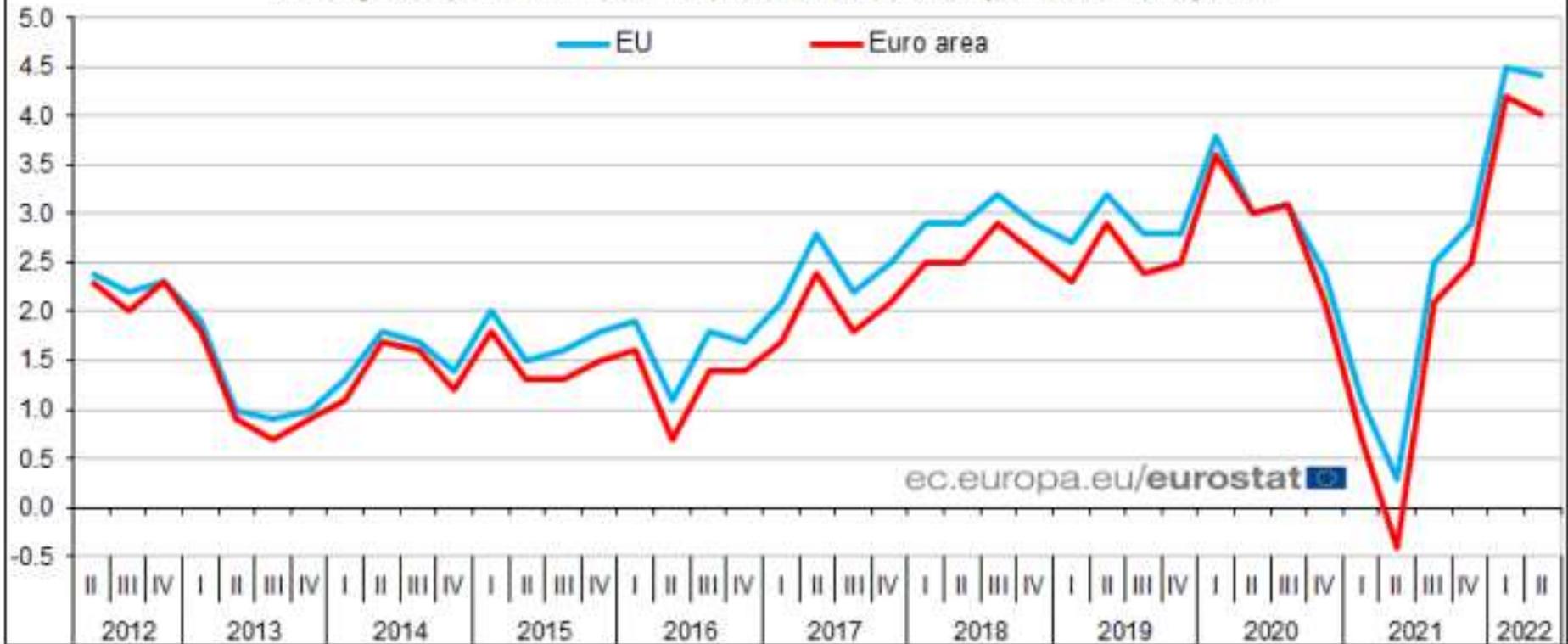
Unemployment rate Total, % of labour force, Aug 2022 or latest available



Source : OECD

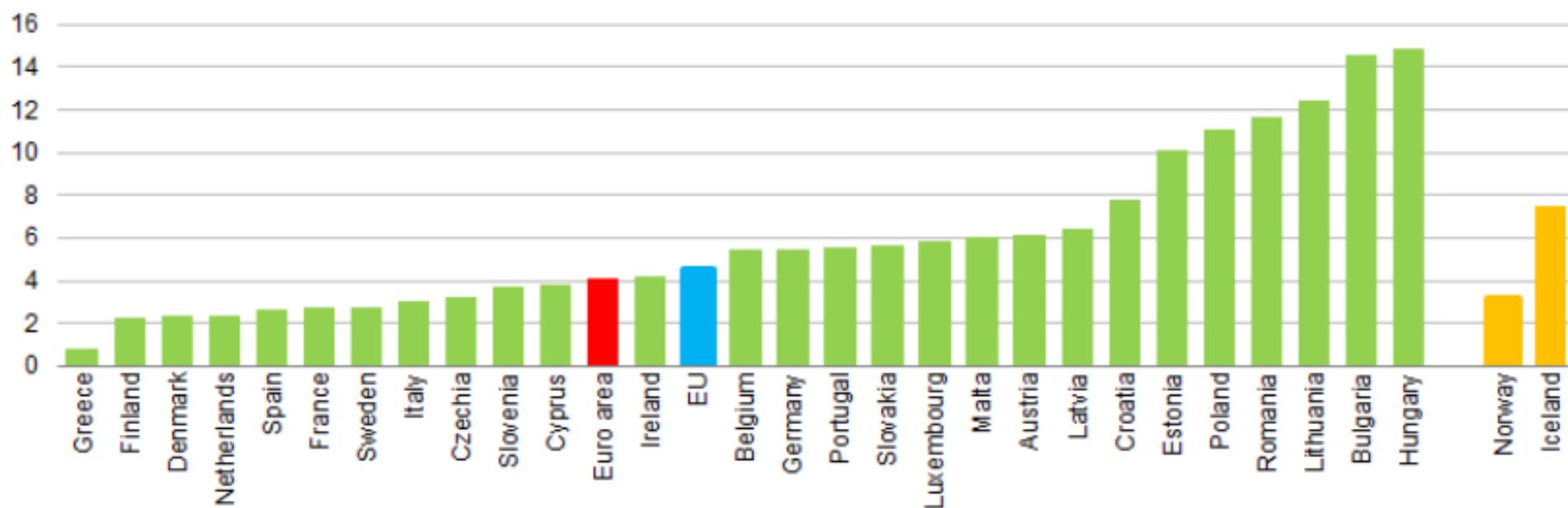
Nominal hourly labour costs, whole economy

% change compared with the same quarter of the previous year, calendar adjusted



Nominal hourly wage costs, whole economy

% change compared with the same quarter of the previous year, calendar adjusted
Q2 2022



ec.europa.eu/eurostat

MERCI POUR VOTRE ATTENTION