

La BCE face à la flambée des prix dans la zone euro

Gilbert Koenig*

L'article retrace les évolutions récentes de court terme de l'inflation et de la croissance du PIB dans la zone euro et dans ses pays membres. Il montre ensuite comment la BCE, face à ces évolutions, a dû changer sa stratégie par rapport à celle menée jusque-là pour éviter la déflation. Les perspectives de la BCE sur l'évolution de l'inflation et de la croissance à moyen terme de la zone euro traduisent l'espoir qu'ont ses responsables d'une baisse du taux d'inflation, de la stabilité de l'activité économique et d'une réduction du taux de chômage. Mais ces perspectives risquent de ne pas se réaliser notamment si la guerre en Ukraine se poursuit encore pendant de nombreux mois. Dans ce cas, les perspectives de la BCE devront être modifiées et un schéma alternatif d'évolution à moyen terme de l'inflation et de la croissance du PIB devra être envisagé.

Codes JEL : E35, E52, E58.

Mots-clés : Politique monétaire, stratégie de la BCE, inflation dans la zone euro.

Au cours de ces dix dernières années, la Banque centrale européenne (BCE) a dû faire face à deux situations inflationnistes très différentes. La première est marquée par un taux d'inflation moyen nul ou proche de zéro dans la zone euro et dans l'ensemble de l'Union européenne. Elle a obligé la BCE à adopter en 2015 des mesures monétaires expansives pour éviter que le taux d'inflation continue à s'écarter de sa cible de 2 % et que cette évolution débouche sur une situation de déflation. Ces mesures ont dû être prolongées, car le taux d'inflation avait des difficultés à remonter vers la cible de 2 % de la politique monétaire. D'une façon plus efficace que ces mesures, les effets de la crise sanitaire et de la guerre en Ukraine ont permis d'écarter le danger de la déflation. En effet, ces deux chocs ont entraîné une hausse de plus en plus forte du taux d'inflation qui s'écarte ainsi de la cible de 2 % et qui, par ses effets sur la croissance et l'emploi, risque de déboucher sur la stagflation.

Cette évolution a conduit la BCE à envisager de mettre fin à sa politique de liquidités abondantes et de bas taux d'intérêt et à mettre sur pied une politique monétaire restrictive destinée à freiner la hausse de l'inflation et de ramener à moyen terme son niveau vers la cible de 2 %. La transition entre ces deux politiques est assurée par la BCE avec beaucoup de prudence afin d'éviter de casser la croissance économique.

L'article retrace les évolutions récentes du taux d'inflation et de la croissance du PIB dans la

zone euro et en spécifie les causes. Il s'agit ensuite de voir comment la BCE compte réagir à cette situation sans casser la croissance économique et comment elle a assuré la transition entre cette nouvelle stratégie et celle menée jusque-là pour éviter la déflation. Les prévisions de la BCE sur la situation économique à moyen terme se fondent sur ses projections optimistes des évolutions de l'inflation et de la croissance du PIB. Mais ces projections risquent d'être contredites par les faits, notamment si la guerre en Ukraine se poursuit encore pendant plusieurs mois. Dans ce cas, il faudra envisager un schéma moins optimiste que celui de la BCE, un schéma qui risque d'aboutir à une stagflation.

1. L'évolution récente du taux d'inflation dans la zone euro

La zone euro a dû faire face à une hausse importante et continue du taux d'inflation au cours de ces derniers mois. Cette hausse est essentiellement due à celles des prix de l'énergie et des produits alimentaires sur lesquelles la BCE a peu d'influence. Mais, si l'on déduit du taux d'inflation totale la part due à ces facteurs, on obtient le taux de l'inflation sous-jacente qui subit également une croissance continue.

Le tableau 1 décrit l'évolution du taux de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente de chaque mois d'une année par rapport au même mois de l'année précédente.

* Professeur émérite à l'Université de Strasbourg (BETA), France.

1.1 Evolution du taux d'inflation totale

Depuis le début de 2021, l'inflation européenne a commencé à s'accroître sensiblement sous l'influence de facteurs conjoncturels dont les principaux sont la reprise économique vigoureuse qui a suivi la période de confinement sanitaire et la baisse des stocks due à une météo défavorable. Ces facteurs ont entraîné une hausse importante de la demande et du prix de l'énergie.

Tableau 1 : Evolution du taux de l'inflation totale et sous-jacente dans la zone euro

Taux	Déc 21	Janv 22	Fév 22	Mars 22	Avril 22	Mai 22	Juin 22
Inflation	5,0	5,1	5,9	7,4	7,4	8,1	8,6
Inflation-énergie	2,8	2,5	3,1	3,4	4,1	4,6	5,0
Inflation sous-jacente	2,6	2,3	2,7	3,0	3,5	3,8	3,7

Source : Eurostat, Euro indicateurs, 01-07-2022.

Cette évolution s'est amplifiée à la fin de 2021 et au cours du premier semestre 2022. En effet, de décembre 2020 à décembre 2021, le taux d'inflation annuel dans la zone euro est passé de -0,3 % à 5 %. Dans les deux premiers mois de l'année 2022, ce taux a poursuivi son augmentation historique de 5 % à 5,9 %. Puis ce taux est brusquement passé à 7,4 % au cours des deux mois suivant le déclenchement de la guerre en Ukraine en février 2022. Il a atteint, en mai 2022, le niveau record de 8,1 % qui est dépassé en juillet 2022 par le taux de 8,9 %. Malgré son importance, le taux d'inflation de la zone euro reste inférieur au taux enregistré en juin aux États-Unis (9,1 %).

Cette accélération de l'inflation dans la zone euro est due en grande partie aux retombées de la guerre en Ukraine qui ont entraîné une flambée des prix de l'énergie et une hausse importante des prix de nombreux biens et services.

1.2 Evolution de l'inflation sous-jacente dans la zone euro

L'inflation sous-jacente est définie par la hausse des prix hors augmentation des prix de l'énergie, des produits alimentaires, de l'alcool et du tabac. Elle doit rendre compte de l'inflation sur laquelle la BCE est en mesure d'agir directement. Elle a subi une augmentation constante de décembre 2021 à mai 2022 comme l'inflation totale. Le taux provisoire du mois de juin est proche du taux observé le mois précédent.

Selon les données fournies par le tableau 1, la hausse du prix de l'énergie explique plus de 44 % du taux d'inflation globale. En effet, les

prix du gaz en Europe ont augmenté au premier semestre 2022 de 145 % depuis juillet 2021 et ceux du pétrole se sont accrus de 46 % au cours de la même période (Kuik et al. 2022). Ces hausses sont dues à la reprise économique qui a suivi le confinement mis en place pour lutter contre le coronavirus. Cette reprise a suscité une hausse de la demande de pétrole et de gaz à laquelle l'offre n'a pas pu toujours répondre à cause d'un approvisionnement insuffisant en intrants provenant notamment de l'Ukraine et de

la Russie (Adolfson et al. 2022). Les prix ont augmenté du fait de ce désajustement entre l'offre et la demande. De plus, ils sont de-

venus plus volatiles à cause l'augmentation de l'incertitude sur l'approvisionnement de la production de la zone euro.

Les prix des produits alimentaires ont aussi augmenté d'une façon importante, ce qui est dû notamment aux effets de la guerre en Ukraine. Ces effets correspondent essentiellement aux retombées des sanctions imposés à la Russie, comme les décisions européennes de ne plus importer certains produits agricoles et des produits énergétiques venant de la Russie. Il s'y ajoute des effets directs de la guerre comme les difficultés pour l'Ukraine de fournir aux Européens le blé qu'ils ont l'habitude d'importer et comme celles qui empêchent le pays de produire ces céréales sur un territoire en guerre.

2. Importance et évolution de l'inflation européenne par pays

L'importance de l'inflation européenne et son évolution diffèrent beaucoup selon les pays membres de la zone euro comme le montrent les données du tableau 2.

L'inflation a frappé tous les membres de la zone euro de décembre 2021 à mars 2022 et, à l'exception des Pays-Bas, de mars à juin 2022.

En 2022, les taux d'inflation des membres de la zone euro sont pour la plupart supérieurs à ceux observés depuis l'instauration de l'euro. Ces hausses ont même touché les économies considérées comme les plus fortes de la zone euro. C'est ainsi que l'Allemagne a dû faire face à une inflation qu'elle n'a pas connue depuis une trentaine d'années lors de la réunification. De

même, l'Espagne n'a pas subi une telle flambée des prix depuis une quarantaine d'années.

les plus importantes de la zone euro ont enregistré en mai 2022 un taux de chômage supérieur à

Tableau 2 : Evolution du taux d'inflation dans les pays membres de la zone euro

Pays	Mai21	Déc21	Mars22	Mai 22	Ju22	Pays	Mai21	Déc21	Mars22	Mai22	Ju22
Belgique	2,5	6,6	9,3	9,9	10,5	Lituanie	3,5	10,7	15,6	18,5	20,5
Allemagne	2,4	5,7	7,6	8,7	8,2	Luxembourg	4,0	5,4	7,9	9,1	10,3
Estonie	3,2	12,0	14,8	20,1	22,0	Malte	0,2	2,6	4,5	5,6	6,1
Irlande	1,9	5,7	6,9	8,2	9,6	Pays-Bas	2,0	6,4	11,7	10,2	9,9
Grèce	-1,2	4,4	8,0	10,7	12,0	Autriche	3,0	3,8	6,6	8,1	8,7
Espagne	2,4	6,6	9,8	8,5	10,0	Portugal	0,5	2,8	7,5	8,1	9,0
France	1,8	3,4	5,1	8,8	6,5	Slovénie	2,2	5,1	6,0	8,7	10,8
Italie	1,2	4,2	6,8	7,3	8,5	Slovaquie	2,0	5,1	9,6	11,8	12,5
Chypre	1,5	4,8	6,2	8,8	9,1	Finlande	2,3	3,2	5,8	7,1	8,1
Lettonie	2,6	7,9	11,5	16,4	19,0	Zone euro	2,0	5,0	7,4	8,1	8,6

Source : Eurostat, Euro indicateurs, 01-07-2022.

En mars 2022, 7 pays avaient une inflation supérieure à la moyenne de la zone euro, alors qu'en juin ce sont 14 pays qui sont dans ce cas. La dispersion des taux d'inflation autour de la moyenne de la zone euro est assez importante. Elle va de 4,5 % à Malte à 15,6 % en Lituanie en mars 2022 et de 6,1 % à Malte à 22,0 % en Estonie en juin 2022. La différence entre les taux d'inflation des pays résulte en partie de celle des parts de l'énergie et des produits alimentaires dans les budgets des ménages et de l'importance de la dépendance de chaque pays par rapport à l'étranger pour leurs fournitures en énergie.

3. Evolution de la croissance du PIB et de l'emploi

Le taux de croissance économique annuelle de la zone euro est passé de 1,6 % en 2019 à -6,3 % en 2020 du fait du confinement qui a été imposé pour lutter contre le coronavirus et qui a paralysé l'activité économique. Il s'est fixé à la valeur record de 5,4 % en 2021 et à 5,1 % au premier trimestre 2022 par rapport au premier trimestre 2021. Ce redressement a permis de compenser en partie les effets de la dépression de 2020.

En mai 2022, le taux de chômage de la zone euro était de 6,6 %, en baisse par rapport au taux de 8,1 % enregistré en mai 2021 et au taux de 6,7 % d'avril 2022. Ces résultats s'expliquent en partie par la forte reprise économique qui a débuté au printemps 2021 au sortir de la pandémie de la Covid-19. Il faut cependant noter que quatre économies dont trois d'entre elles sont

6,6 % : l'Espagne (12,1 %), la France (7,2 %), la Grèce (12,7 %) et l'Italie (8,1 %).

4. La stratégie de la BCE et ses perspectives d'avenir

La hausse de l'inflation qui résulte de la forte reprise économique de 2021 et des effets

de la guerre en Ukraine déclenchée en février 2022, oblige la BCE à modifier d'une façon importante sa stratégie. A la différence des États-Unis et de la Grande Bretagne, ce changement a été réalisé en Europe d'une façon très progressive par la BCE.

La banque centrale donne des indications sur sa politique future en fournissant des informations sur ses intentions futures fondées sur son évaluation de l'évolution de l'inflation et sur ses perspectives concernant le développement de l'activité économique.

4.1 Le passage de la stratégie destinée à éviter la déflation à celle devant permettre d'échapper à la stagflation

Le taux d'inflation annuel de la zone euro est passé de 1,4 % en 2013 à une valeur nulle en 2015. Cette évolution éloigne le taux d'inflation européen de l'objectif monétaire de 2 %. Elle risque ensuite de le mener à des valeurs négatives. Elle conduit la BCE à mettre en œuvre une politique monétaire qui doit empêcher l'Europe de tomber dans une situation de déflation. Pour cela, elle adopte en 2015 des mesures d'assouplissement quantitatif (Koenig 2016). Cette poli-

tique consiste à injecter dans les circuits financiers un volume de liquidités important dans l'espoir que les effets de cette expansion monétaire dans le secteur financier se transmettront au secteur non financier et que de ce fait la déflation qui menace la zone euro pourra être évitée grâce à la hausse de la demande. A la suite de ces mesures, le taux d'inflation de la zone euro est devenu positif, puis négatif en décembre 2020.

A partir de décembre 2021, on observe une hausse continue et importante de l'inflation. Cela a conduit la BCE à envisager l'abandon de sa politique destinée à éviter une situation de déflation pour des mesures destinées à échapper à la stagflation. Le choix des modalités de cette transition a fait l'objet d'une controverse au sein du conseil des gouverneurs de la BCE. Les uns veulent un resserrement monétaire immédiat pour réduire l'inflation et ramener son taux le plus rapidement à la cible de moyen terme de 2 %. Les autres craignent qu'un tel resserrement plombe la croissance et qu'il convient d'agir avec prudence, d'autant plus qu'une partie importante de l'inflation est due à des facteurs que la BCE ne peut influencer.

Bien que la croissance de l'inflation ait été au centre des discussions au sein du Conseil des gouverneurs qui s'est réuni en avril 2022, aucune décision sur les taux directeurs a été prise. On décide cependant de réduire les achats nets mensuels d'actifs qui étaient destinés à soutenir l'économie, à raison de 40 milliards d'euros en avril 2022, de 30 milliards en mai et de 20 milliards en juin. Ce n'est que le 9 juin 2022 que la BCE a décidé de mettre fin, en juillet 2022, à son programme d'achats nets d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et d'augmenter ses taux d'intérêt directeurs de 25 points de base. Mais l'importance de l'inflation constatée en juillet a contraint la BCE à augmenter ses taux directeurs de 50 points de base au lieu de 25 points, ce qui constitue une première depuis plus de 11 ans.

Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt seront alors respectivement de 0,50 %, de 0,75 % et de 0,00 %. La BCE compte poursuivre sa politique monétaire restrictive en automne en fonction des évolutions de l'inflation et de la crise énergétique, ainsi que des perspectives économiques de la zone euro : Conformément à cette annonce, elle a augmenté, en septembre 2022, ses trois taux d'intérêt de 75 points de base, les faisant passer respectivement à 1,25 %, 1,50 % et 0,75 %.

La BCE a réagi plus tardivement que la FED à la hausse de l'inflation par une hausse des taux directeurs. Cela peut se justifier par une augmentation plus importante du taux de l'inflation sous-jacente aux États-Unis (4,1 % en 2022) qu'en Europe (2,6 %). Elle peut également s'expliquer par une prudence parfois considérée comme excessive de la BCE. En effet, ses responsables ont d'abord considéré que la croissance de l'inflation était transitoire. Ils considéraient notamment que les prix de l'énergie finiraient par se stabiliser et pouvaient même baisser. Mais cet espoir a été déçu par les effets du déclenchement de la guerre en Ukraine. De plus, on pensait que la croissance de l'inflation européenne résultait seulement de celle des prix de l'énergie et des produits alimentaires que la BCE ne peut pas influencer directement. Or, le taux de l'inflation sous-jacente qui exclut ces prix augmente également

En se lançant dans une politique de hausse des taux directeurs, la BCE risque de creuser les écarts de rendements entre les dettes publiques des pays de la zone euro et de rendre assez difficile la transmission des effets de sa politique. Depuis l'annonce faite par la BCE de la fin de ses achats nets d'actifs et des hausses de ses taux directeurs, les écarts de rendements entre le Bund allemand et les obligations publiques à 10 ans de la plupart des autres membres de la zone euro ont augmenté. Cette fragmentation financière des marchés risque de rendre difficile la transmission de la politique monétaire dans les pays membres de la zone euro. De ce fait, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de prendre des mesures de défragmentation financière qui sont destinées à réduire les écarts de rendement et qui permettent ainsi à la BCE de mener sa politique au niveau de la zone euro sans craindre le risque de fragmentation touchant les différents membres de la zone euro.

Afin d'assurer une bonne transmission de l'orientation monétaire dans tous les pays de la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé la création du nouvel « instrument de protection de la transmission » (IPT). Cet instrument est destiné notamment à lutter contre une dynamique de marché désordonnée qui risque de menacer la transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro.

4.2 Les prévisions de la BCE sur l'évolution des finances publiques des membres de la zone euro

Le déficit des administrations publiques de la zone euro était de 7,1 % du PIB au quatrième trimestre 2020, notamment à cause de l'importance du soutien de l'économie décidé en réaction aux effets du coronavirus. Il est passé à 5,1 % du PIB en 2021. Au quatrième trimestre 2021, 9 pays ont un ratio déficit public/PIB inférieur à 3 % et 5 pays ont un ratio supérieur à 7 %. Dans les autres pays, ce ratio s'échelonne de 4 % en Espagne et en Belgique à 6,6 % en Lettonie.

La diminution du déficit budgétaire en 2022 au niveau de 3,8 % du PIB provient essentiellement de la baisse de l'aide d'urgence attribuée pour faire face aux conséquences de la crise sanitaire. L'importance de cette baisse est atténuée par les mesures de relance destinées à compenser les effets de la hausse de l'énergie sur les pouvoirs d'achat.

Tableau 3 : Prévisions macroéconomiques de la BCE en juin 2022

	2022	2023	2024
Taux d'inflation totale	6,8	3,5	2,1
Taux d'Inflation hors énergie et produits alimentaires	3,3	2,8	2,3
Taux de croissance économique du PIB	2,8	2,1	2,1
Taux de chômage	7,4	7,2	7,0

Source : Bulletin économique de la BCE n°4/2022.

La baisse du déficit budgétaire devrait se poursuivre en 2023 du fait de la fin des nombreuses mesures de soutien du pouvoir d'achat décidées récemment. Enfin, en 2024, le déficit devrait se stabiliser au taux de 2,4 % du PIB. Mais le soutien budgétaire à l'économie devrait rester important par rapport à la période précédant la pandémie.

Après avoir beaucoup augmenté en 2020, le ratio dette publique/ PIB de l'ensemble des pays de la zone euro a diminué légèrement au quatrième trimestre 2021 de 97,2 % du PIB à 95,6 %. Cette baisse est due essentiellement à la hausse du PIB et à une petite hausse de la dette publique. Les ratios les plus élevés sont enregistrés dans 7 pays : la Grèce (193,3 %), l'Italie (150,8 %), le Portugal (127,4 %), Espagne (118,4 %), la France (117,9 %), la Belgique (108,2 %) et Chypre (103,6 %). Les ratios les plus faibles sont observés en Estonie (16,1 %), au Luxembourg (24,4 %) et en Bulgarie (25,1 %). La baisse moyenne du ratio devrait se poursuivre jusqu'en 2024 pour atteindre 90 %

du PIB, taux largement supérieur à celui atteint avant l'éclatement de la crise sanitaire et au taux exigé par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC).

Du fait de l'incertitude générée par la guerre en Ukraine, de l'évolution des prix de l'énergie et des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement des entreprises, la Commission européenne a proposé le 23 mai 2022 le maintien de la suspension de l'application des mesures du PSC jusqu'à la fin de 2023. Cela permettra éventuellement d'adapter les politiques budgétaires à l'évolution des finances publiques.

4.3 Les perspectives d'inflation et de croissance de la BCE

Après avoir décidée une première hausse de ses taux directeurs en juillet 2022, la BCE envisage une seconde hausse en septembre 2022 et des hausses éventuelles dans le reste de l'année 2022, ainsi qu'en 2023 et 2024 (Tableau 3). Ces hausses dépendront des évolutions futures de l'inflation et de la croissance économique.

En juin 2022, la BCE a augmenté ses prévisions d'inflation et abaissé ses perspectives de croissance.

La BCE a sensiblement revu, en juin 2022, ses anticipations sur l'inflation de la zone euro. Elle considère que l'inflation se fixera dans le court terme à un niveau élevé. En effet, elle prévoit, en juin 2022, un taux d'inflation annuel de 6,8 % pour 2022, en hausse par rapport au taux de 3,8 % prévue en mars 2022. L'inflation hors énergie et produits alimentaires prévue en juin devrait se fixer à 3,3 % en 2022, en hausse par rapport aux projections de mars. Une nouvelle révision des prévisions a été faite en juillet 2022. Elle a porté le taux d'inflation prévu à 7,6 % pour 2022 au lieu de 6,8 selon les prévisions de juin et à 4 % pour 2023 au lieu de 3,5 % prévu en juin. L'objectif de l'inflation de 2 % sera probablement atteint en 2004 ou 2005.

Quant au taux de croissance du PIB en termes réels, il devrait se stabiliser autour de 2 % en 2024 ou 2025. Il devrait être de 2,8 % en 2022, selon les prévisions de juin, en forte baisse par rapport au taux de 4 % prévus en mars. Il a été encore révisé à la baisse en juillet 2022 aux niveaux de 2,6 % au lieu de 2,8 % pour 2022. Le taux de chômage prévu poursuit sa baisse en 2023 et 2024 par rapport à son niveau de 2022.

Pour la BCE, la hausse importante de l'inflation et la baisse de la croissance du PIB prévues pour 2022 résultent essentiellement des conséquences économiques de la guerre en Ukraine, notamment des retombées des sanctions imposées à la Russie. En effet, celles-ci ont entraîné une flambée des prix de l'énergie et de certains matériaux nécessaires à la production européenne. Ces hausses sont dues à la baisse des importations provenant de la Russie qui est le principal fournisseur de ces biens. Cette baisse porte aussi sur les importations du blé venant de la Russie et de l'Ukraine qui sont les principaux fournisseurs, ce qui entraîne une hausse des prix des produits alimentaires.

Ces projections se fondent sur différentes hypothèses. La BCE suppose que la demande macroéconomique devrait se maintenir, notamment grâce au soutien budgétaire destinée à amortir la baisse du pouvoir d'achat des ménages due à l'inflation. Elle pourrait même augmenter grâce au déblocage de l'épargne accumulée pendant la pandémie. De plus, la BCE compte sur une atténuation des prix de l'énergie et des perturbations générées par la crise sanitaire et la guerre en Ukraine sur l'offre globale. Enfin, elle fait confiance à l'efficacité de sa politique pour atteindre ses objectifs. Cette confiance est renforcée par le création de l'IPT en juillet 2021 destinée à améliorer la transmission des mesures de politique monétaire dans l'ensemble des pays hétérogènes de la zone euro. Les prévisions de la BCE ne comportent donc aucun indice d'une évolution vers un scénario de stagflation qui est un phénomène pluriannuel combinant une inflation forte, une stagnation de la croissance et un chômage élevé. Cette perspective optimiste de la BCE risque cependant d'être déçue, car la réalisation des espoirs sur lesquels elle repose paraît très incertaine.

4.4 Un scénario alternatif à celui de la BCE

Les perspectives de la BCE sur l'évolution de l'inflation et la croissance du PIB reposent en grande partie sur l'espoir d'une fin rapide de la guerre en Ukraine. Or beaucoup d'observateurs considèrent que cette guerre et le retour à la paix risquent de durée encore pendant plusieurs mois, voire plusieurs années. Cela risque d'avoir des effets négatifs durables sur le PIB de la zone euro, tant que les Européens ne trouveront pas d'autres fournisseurs que l'Ukraine et la Russie pour les produits indispensables à leurs besoins. Ces besoins devraient d'ailleurs devenir plus importants qu'avant la crise sani-

taire du fait des ressources nécessaires pour faire face aux besoins générés par la transition écologique. Quant à l'inflation, elle risque de se maintenir à un niveau élevé pendant une durée plus longue que prévue, car il est probable que les prix de l'énergie continueront à rester sa composante essentielle tant que la guerre se poursuivra. Il sera alors difficile de maintenir les aides budgétaires destinées à soutenir le pouvoir d'achat des ménages d'autant plus que la rigueur budgétaire du PSC doit être rétablie en 2024. De plus, la hausse de la consommation alimentée par le déblocage de l'épargne accumulée pendant la pandémie risque d'être faible à cause de l'incertitude créée par le prolongement de la guerre en Ukraine. Cette incertitude aura également des effets négatifs sur l'inflation (Bobasu et De Santis 2022). Enfin, le maintien d'une inflation élevée risque de conduire à des revendications salariales destinées à éviter la détérioration du pouvoir d'achat et de déclencher une spirale prix-salaires néfaste pour l'inflation et la croissance.

Face à une telle situation, La BCE se verra obligé de maintenir une politique restrictive pour agir sur l'inflation sous-jacente, ce qui permettra d'atténuer un peu la hausse de l'inflation totale. Le maintien de taux d'intérêt élevés aura des effets négatifs sur la croissance, notamment à cause de ses conséquences sur l'investissement et sur les finances publiques déjà très détériorées dans certains pays.

Il est peu probable que la Commission européenne continue à suspendre les règles de discipline budgétaire au-delà de 2024 et de laisser les finances publiques se détériorer encore plus. Mais il est possible que les règles appliquées après 2023 diffèrent de celles du PSC actuel. En effet, les insuffisances et la rigueur excessive du PSC ont suscité plusieurs propositions de réformes (Broussolle 2022). Mais, comme leur mise en œuvre nécessiterait des modifications importantes de certains textes européens qu'il serait difficile à faire accepter par tous les membres de l'UE, on s'en tiendra probablement à « des modifications interprétatives » qui introduiront une certaine souplesse dans la mise en œuvre du PSC. Faute d'une réforme importante du PSC, on peut s'attendre à ce qu'une politique budgétaire restrictive s'imposera pour réduire les déficits budgétaires et les dettes publiques, comme lors de la crise des finances publiques de 2011 (Koenig 2019). On pourra alors s'attendre à une baisse importante de la croissance économique et à un chômage

élevé comme en 2012 et 2013. Quant à l'inflation, elle restera à un niveau élevé sans que la politique monétaire puisse l'atténuer d'une façon importante. En effet, une grande partie de la hausse des prix continuera à résulter de celle du prix de l'énergie qui se maintiendra au moins tant que le conflit en Ukraine se poursuivra.

5. Conclusion

Il paraît difficile de prévoir la nature de la politique monétaire qu'il faudra mettre en œuvre pour assurer le retour de l'inflation jusqu'à la cible de moyen terme. En effet, l'incertitude générée par la guerre en Ukraine rend très aléatoires les prévisions sur les évolutions de l'inflation, de la croissance du PIB et des finances publiques de la zone euro. De ce fait on ne peut pas exclure la possibilité d'une évolution débouchant sur une stagflation. Mais du fait de ses prévisions très optimistes, portant notamment sur la durée de la guerre en Ukraine, la BCE est amenée à exclure une telle évolution à moyen terme. Ces prévisions portent sur des valeurs moyennes de l'inflation, de la croissance du PIB et des finances publiques dont la dispersion autour de ces moyennes est importante. Donc certains pays comme la Grèce et le Portugal qui ont un endettement très important ne peuvent probablement pas partager l'optimisme des prévisions d'avenir de la BCE. Ils peuvent en effet craindre des mesures d'austérité qui, pour assainir leurs finances publiques, risquent de réduire leur activité économique et d'enclencher un processus de stagflation.

Références bibliographiques :

- Adolfson J.F., Kuik F., Lis E.M. et Schuler T. (2022), « L'impact de la guerre en Ukraine sur les marchés de l'énergie de la zone euro », *Bulletin économique de la BCE*, n°4/2022, 54–61.
- BCE (2022), « Evolutions budgétaires », *Bulletin économique de la BCE*, n°4/2022, 49–53.
- Bobasu A. et De Santis R.A. (2022), « L'impact de l'invasion de l'Ukraine par la Russie sur l'activité de la zone euro via le canal de l'incertitude », *Bulletin économique de la BCE*, n°1/2022, 62–66.
- Broussolle D. (2022) « Vers une réforme du Pacte de stabilité et de croissance ? », *Bulletin de l'Observatoire des Politiques Économiques en Europe*, n° 46, 43–53.
- Eurostat (2022), « Le taux d'inflation annuel de la zone euro en hausse à 8,6 % », *Euro indicateurs*, 73/2022, 01-0-2022.
- Koenig G. (2016), « La politique d'assouplissement quantitatif : limites et alternative », *Bulletin de l'Observatoire des Politiques Économiques en Europe*, n°34, 11–18.
- Koenig G. (2019), « Progrès institutionnels et performances économiques européennes : un bilan », *Bulletin de l'Observatoire des Politiques Économiques en Europe*, n°40, 19–28.
- Kuik F., Adolfson J.F., Lis E.M. et Meyler A. (2022), « Évolutions des prix de l'énergie pendant et après la pandémie de COVID-19 : des prix des matières premières aux prix à la consommation », *Bulletin économique de la BCE*, n°4 /2022, 107–131.