



# REPRENDREZ-VOUS UN PEU DE PASSÉ ?

## LA STAGFLATION UN DEMI-SIÈCLE PLUS TARD

Les populistes cultivent la nostalgie. Il s'agit de retourner vers un temps magique où nous avons le contrôle de nos destins (« *Take back control* » ont clamé les partisans du Brexit) et où nous étions respectés, voire admirés (« *Make America great again* » a promis Donald Trump). C'est évidemment une illusion, car il est tout simplement impossible de remonter le cours du temps. « *On ne se baigne jamais deux fois dans le même fleuve* », a dit Héraclite. Pourtant, l'illusion est cultivée par le démagogue qui cherche à attirer les votes et les faveurs de celles et ceux qui, à la fois, n'aiment pas le monde tel qu'il est et ont peur de celui qui advient. Pour ces personnes-là, seul un retour au passé idéalisé est enthousiasmant.

Si l'histoire ne se répète jamais, y compris pour ceux qui l'oublient, elle peut nous donner des repères qui, s'il convient de les considérer de manière critiques, alimentent la réflexion. C'est le cas aujourd'hui, à l'heure où il est question que nous pourrions revivre la stagflation des années 70.

D'un point de vue théorique, la stagflation, mot-valise fusionnant « stagnation » et « inflation », est une anomalie. Lorsque la croissance économique est médiocre, le chômage monte et le pouvoir d'achat des consommateurs est en berne, de telle sorte que les deux sources classiques de l'inflation, l'inflation par les coûts - notamment salariaux - et l'inflation par la demande sont modérées. La situation supposée normale est que, quand le chômage est élevé et/ou en hausse, les salaires ne progresseront guère et donc les prix non plus. Les économistes parlent à ce propos de la « courbe de Phillips ».

En étant détonante par rapport à ce raisonnement, la situation des années 70 a frappé

les esprits. L'explication commune en est que l'économie a alors connu un choc d'offre, sous la forme des deux crises pétrolières, de 1973-1974 et 1979-1980, provoquant à la fois une poussée d'inflation et un ralentissement économique induisant une montée du chômage. Les deux maux, a priori antinomiques, ont alors été observés de manière simultanée.

S'il y a des similitudes entre le contexte actuel et celui d'il y a un demi-siècle, il y a à accorder une attention particulière aux différences. Celles-ci ont en particulier trait au marché du travail. Alors que les années 70 ont vu le chômage progresser, nous connaissons aujourd'hui surtout des problèmes de pénuries de main-d'œuvre. Dans ce contexte, et vu leur épargne conséquente, héritage des années Covid, on peut s'attendre à ce que les consommateurs consomment. De plus, les mécanismes d'indexation automatique des salaires étaient nettement plus répandus, ne subsistant à ce jour que dans une minorité de pays dont la Belgique et le Luxembourg. Parmi les autres différences, citons le niveau de l'endettement public bien plus élevé aujourd'hui dans un environnement démographique bien différent, et alors qu'il faut financer la transition environnementale et répondre à des tensions sociales. Ou encore le poids de l'énergie dans le PIB, qui était alors le double de ce qu'il est maintenant. Il y a aussi que l'économie mondiale est nettement plus globalisée en 2022.

Dans ce contexte, imaginer de dominer l'inflation par une récession d'origine monétaire est particulièrement hasardeux. Un scénario à la Paul Volcker n'est pas sur les tablettes. Le « quoi qu'il en coûte » a changé de camp !

**ETIENNE de CALLATAÏ**

Économiste et cofondateur d'Orcadia Asset Management

