

Les effets économiques du prix du pétrole sur les pays de l'OCDE¹

Le marché pétrolier occupe une position originale dans l'analyse macroéconomique : c'est un exemple de cas, relativement peu fréquent, où les développements relatifs à un marché sectoriel peuvent avoir des conséquences significatives au niveau macroéconomique.

Par nature, une hausse du prix du pétrole constitue, pour la France comme pour la grande majorité des pays industrialisés, un choc de termes de l'échange : elle se traduit par un transfert de revenu depuis les pays importateurs nets de pétrole vers les pays exportateurs nets d'un montant de plus de 0,4 point du PIB mondial pour chaque hausse de 10 USD du cours du baril.

La perte de revenu que constitue un choc pétrolier pour un pays industrialisé typique entraîne à court terme une baisse de l'activité, de la consommation et de l'investissement. Par ailleurs, la hausse du prix du pétrole pousse mécaniquement l'inflation à la hausse à hauteur du poids des produits pétroliers dans le panier de consommation, et risque de susciter une hausse de l'inflation sous-jacente par des effets dits de «second tour» (augmentation compensatoire des salaires, répercussion des hausses de coûts par les entreprises).

Néanmoins, l'environnement macroéconomique a beaucoup évolué par rapport à la situation qui prévalait lors des deux grands chocs pétroliers des années 1970. La sensibilité d'une économie comme la France aux variations des prix pétroliers s'en trouve réduite. D'une part, dans les pays de l'OCDE, le degré d'utilisation du pétrole dans l'économie a quasiment été divisé par deux. D'autre part, les effets de second tour sont limités car les anticipations d'inflation sont bien mieux ancrées, du fait à la fois d'une plus grande crédibilité des banques centrales et d'une indexation moins automatique des salaires aux prix. Enfin, la réaction de la politique monétaire peut être différente de ce que suggèrent les modèles, basés par définition sur des comportements passés. Par conséquent, **il est probable que les modèles macro-économétriques, estimés sur la base de comportements moyens observés depuis deux ou trois décennies, surestiment l'incidence des chocs pétroliers.**

1. Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la Direction de la Prévision et de l'analyse économique et ne reflète pas nécessairement la position du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

Sommaire

des derniers numéros parus

- Nov. 2004** n°53 • Le marché pétrolier, *Nicolas Carnot, Caterine Hagège*
- n°52 • Quelques données internationales sur le temps de travail, *Jacques Delorme*
- Oct. 2004** n°51 • Retour sur les gains de productivité aux États-Unis, *Vladimir Borgy, Nicolas Carnot, Émilie Quéma*
- n°50 • Comment contenir les émissions de gaz à effet de serre dans le secteur des transports ?
Jean-Jacques Becker, Cédric Audenis
- n°49 • La résistance de l'économie britannique à l'appréciation de la livre enregistrée depuis 1996, *Éric Dubois, Karine Hervé, Sylvie Lefranc*
- Sept. 2004** n°48 • La croissance potentielle de l'économie française de moyen-long terme, *Emmanuel Bretin*
- Juil. 2004** n°47 • Les canaux de transmission de la politique monétaire en France, *Fédéric Cherbonnier, Xavier Payet*
- n°46 • Pourquoi l'inflation n'a-t-elle pas plus baissé en zone euro qu'aux États-Unis au cours des deux dernières années ? *Nila Ceci*
- n°45 • Convergence nominale et convergence réelle des nouveaux États membres (NEM),
Vanessa Jacquelain
- Juin 2004** n°44 • Les impôts locaux dus par les entreprises : éléments de comparaison internationale,
Daniel Turquety
- n°43 • Retour sur la faiblesse de la consommation en zone euro depuis 2001, *Sylvie Lefranc, Alexandre Espinosa*
- n°42 • Équilibre épargne-investissement au niveau mondial, *Luc Eyraud*
- n°41 • Retour sur les prévisions de croissance de l'année 2003, *Selma Mahfouz*
- n°40 • Contribution des coûts du travail à la «jobless recovery» de 2001-2003 aux États-Unis,
Vladimir Borgy, Émilie Quéma
- Mai 2004** n°39 • Le SMIC en France : pouvoir d'achat et coût du travail sur longue période, *Stéphane Carcillo, Benjamin Delozzier*



Le marché pétrolier occupe une position originale dans l'analyse macroéconomique : c'est un exemple de cas, relativement peu fréquent, où les développements relatifs à un marché sectoriel peuvent avoir des conséquences significatives au niveau macroéconomique.

Par nature, une hausse du prix du pétrole constitue un choc de termes de l'échange : l'augmentation du prix du pétrole relativement aux prix des autres biens échangés bénéficie aux fournisseurs de pétrole et coûte aux acheteurs. Elle se traduit donc par un transfert de revenu depuis les pays importateurs nets de pétrole vers les pays exportateurs nets. Sur la base des volumes actuellement échangés (45 Mbj, brut et produits raffinés, selon l'Agence Internationale de l'Énergie), une hausse de 10 USD des cours pétroliers se traduit ainsi par un transfert entre zones acheteuses et vendeuses d'environ 160 Mds USD, soit plus de 0,4 point du PIB mondial.

Cette déformation du partage du revenu mondial a généralement un effet dépressif sur la demande globale. En théorie, l'effet de ce transfert sur la demande globale dépend des propensions à dépenser relatives des vendeurs et des acheteurs de pétrole. En pratique, l'effet net est négatif, car la baisse de la demande dans les pays importateurs de pétrole apparaît historiquement plus prononcée que l'augmentation de la dépense dans les pays exportateurs, qui épargnent une part importante du supplément de revenu dont ils bénéficient. De fait, depuis les années 1970, les épisodes de hausse marquée des prix pétroliers ont toujours été suivis d'un ralentissement de l'activité mondiale - même si d'autres chocs ont contribué à rendre ces phases de ralentissement plus ou moins prononcées.

1. Dans les pays importateurs, un choc pétrolier déprime l'activité et élève l'inflation à court terme ; il peut entraîner à long terme une baisse du PIB potentiel d'autant plus forte que les marchés de biens et du travail entravent les nécessaires réallocations.

Dans le cas d'un pays industrialisé et dépendant de l'extérieur pour ses approvisionnements pétroliers (cas de la France et de la majorité des pays de l'OCDE), un choc pétrolier affecte en premier lieu deux types d'utilisateurs : les ménages d'une part, pour lesquels le renchérissement des produits pétroliers (surtout les carburants et le fioul domestique) pèse sur le pouvoir d'achat ; les entreprises consommatrices de pétrole d'autre part, qui sont confrontées à une augmentation de leurs coûts de production. En outre, les prix d'autres sources d'énergie peuvent augmenter en lien avec la hausse du prix du pétrole, avec le même type d'effets. C'est en particulier le cas pour le gaz,

dont les prix sont souvent indexés avec un retard de quelques mois sur ceux du pétrole.

1.1 Ces hausses de prix et de coûts exercent un effet négatif à court terme tant sur la demande que sur l'offre, et donc sur l'activité.

En premier lieu, la perte de pouvoir d'achat que subissent les ménages les conduit à ajuster à la baisse leur volume de consommation, pour l'ensemble des biens et services. De plus, la baisse de l'activité chez les économies partenaires vient affecter la demande extérieure et donc les exportations². Par ailleurs, certaines entreprises qui voient leurs coûts monter et leur profitabilité baisser peuvent choisir de restreindre leur production (ou de ne pas l'accroître), même si la demande adressée à leurs produits ne fléchit pas. Enfin, ces différents effets négatifs sur la demande et sur l'offre peuvent être amplifiés par des effets secondaires de bouclage macroéconomique et par la baisse de confiance suscitée par le choc pétrolier.

1.2 Parallèlement à la baisse de la demande, une hausse des prix pétroliers entraîne à court terme une hausse de l'inflation.

Il est ordinaire de distinguer dans l'analyse un effet inflationniste direct de possibles effets indirects, dits «de second tour». Ainsi, l'effet direct sur les prix à la consommation d'une augmentation du prix du baril reflète le poids de celui-ci dans le panier de consommation moyen. Dans le cas de la France, l'effet mécanique sur l'indice des prix à la consommation d'une hausse du prix du pétrole de 10 € est ainsi de 0,4 point³.

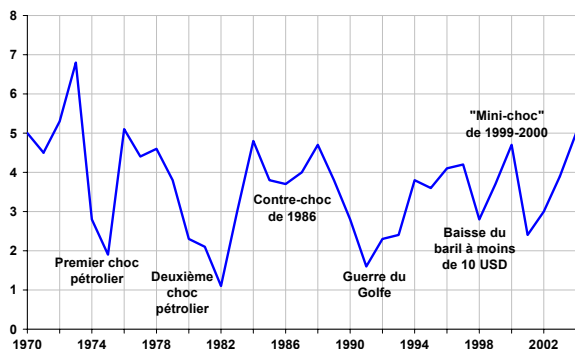
Les effets de second tour proviennent des tentatives, par les entrepreneurs et les salariés, de compenser la perte de revenu entraînée par le choc pétrolier. Ainsi, les producteurs peuvent transmettre à leurs clients la hausse des coûts en relevant les prix de vente, ce afin de restaurer leurs marges. De leur côté, de façon à maintenir leur pouvoir d'achat, les salariés peuvent exiger une augmentation compensatoire des salaires, elle-même susceptible de nourrir une nouvelle hausse des prix. De tels enchaînements conduisant à une spirale inflationniste ont été notamment à l'œuvre à la suite du choc pétrolier de 1973, conduisant à une élévation marquée non seulement de l'inflation courante mais aussi des anticipations d'inflation.

2. Néanmoins, un effet compensateur à ce niveau peut provenir d'une hausse des débouchés dans les pays producteurs de pétrole, notamment pour de grands contrats à l'exportation. Peuvent aussi jouer, dans un sens a priori ambigu, des effets de compétitivité-prix, selon que la hausse des coûts domestiques est répercutée dans les prix à l'exportation plus ou moins fortement que chez les partenaires.

3. Ce calcul est effectué en supposant que les marges de raffinage et de distribution sont constantes, et que les taux de TIPP et de TVA sont inchangés.

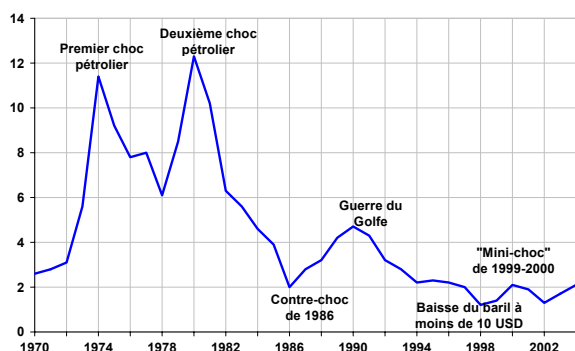


Graphique 1 : croissance du PIB mondial (en %)



Source : FMI, calculs DP.

Graphique 2 : inflation mondiale (pays avancés, en %)



Source : FMI, calculs DP.

1.3 Lorsqu'elle perdure, la hausse du prix du pétrole suscite des mutations éventuellement profondes de la structure productive.

Elle diminue la rentabilité de secteurs fortement consommateurs de produits pétroliers, et incite les entreprises à adopter des modes de fabrication (et à concevoir des produits) plus économes en hydrocarbures. Ce renouvellement des équipements se traduit à terme par des réallocations de capital productif et par des transferts d'emplois entre secteurs d'activité. Ces changements n'auraient pas d'effet *a priori* sur le chômage à long terme si les marchés du travail et des produits se révélaient suffisamment souples pour permettre ces réallocations de facteurs.

Néanmoins, à long terme, le prélèvement sur le revenu national que représente une hausse durable du prix réel du pétrole doit bien in fine être supporté par les agents intérieurs. A l'équilibre, trois modes d'ajustement, non exclusifs, sont dès lors possibles :

- les salariés acceptent, toutes choses égales par ailleurs, une baisse du pouvoir d'achat des rémunérations (l'augmentation tendancielle de celles-ci pouvant aider à cette acceptation). Dans ce mode d'ajustement, la perte de revenu national que constitue le prélèvement extérieur n'entraîne qu'une perte limitée de l'activité potentielle, et pas de hausse structurelle du chômage ;

- les entreprises acceptent une baisse durable de la rentabilité du capital : ceci implique à terme une baisse du stock de capital par travailleur et donc une perte vraisemblablement plus substantielle de PIB potentiel ;
- les entreprises comme les salariés refusent a priori de supporter le coût du prélèvement extérieur : une hausse structurelle du taux de chômage peut alors être le canal permettant de contrer les tensions sur les salaires liées à la hausse de l'inflation ; la perte de PIB potentiel est également alors substantielle.

2. D'un point de vue quantitatif, les chocs pétroliers ont moins d'importance que par le passé mais ils conservent un pouvoir de déstabilisation

Si les enchaînements auxquels conduit un choc pétrolier sont à présent mieux connus, la quantification de ces effets reste un exercice difficile, pour plusieurs raisons :

- les conséquences d'une hausse du prix du pétrole augmentent bien sûr avec son ampleur, mais pas nécessairement de manière proportionnelle. Par exemple, un choc de grande ampleur pourrait avoir des effets sur la confiance des ménages et donc sur leur consommation via une hausse du taux d'épargne, l'impact du choc allant alors au-delà de ce que suggère la liaison moyenne entre consommation et pouvoir d'achat⁴.
- par ailleurs, les agents sont davantage susceptibles de réduire leurs dépenses en réponse à un choc qu'ils perçoivent comme durable qu'à un pic temporaire. Certains ajustements peuvent par exemple se déclencher lorsqu'un choc qui semblait initialement éphémère paraît finalement lié à des facteurs durables.
- enfin, les effets négatifs d'une hausse de prix peuvent excéder les effets positifs d'une baisse de même ampleur, en particulier à court terme. Notamment, l'ajustement de la production à une hausse de prix via la dégradation de la profitabilité des entreprises des secteurs à fort contenu en énergie se produit rapidement, tandis que le phénomène inverse, qui nécessite la mise en place de capacités de production supplémentaires ne se produit qu'après un certain délai⁵.

4. Certaines études documentent de telles non-linéarités. Voir par exemple Hamilton (2003), « What is an Oil Shock », *Journal of Econometrics*, N°113.

5. Ce type particulier de non-linéarité (« asymétrie ») est documenté dans Hamilton (2003), op. cité, et Jimenez-Rodriguez et Sanchez (2004), « Oil Price Shocks and Real GDP Growth : Empirical Evidence for Some OECD Countries », ECB Working Paper, N°362.



Tableau 1 : effets macroéconomiques d'une hausse du prix du pétrole de 10 USD

Année	Politique monétaire	États-Unis				Zone euro				Japon			
		Niveau du PIB		Inflation		Niveau du PIB		Inflation		Niveau du PIB		Inflation	
		1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2
OCDE (2001)	Taux réels fixes	-0,2	-0,2	0,4	0,2	-0,3	-0,2	0,5	0,2	-0,3	-0,2	0,3	0,0
FMI (2000)	Ciblage de l'inflation sous-jacente	-0,6	-0,8	1,6	1	-0,4	-0,7	1,4	1	-0,2	-0,4	0,6	0,4

Note : les résultats s'entendent en écart à un scénario de référence.

Sources : (1) International Monetary Fund (2000), *The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy* ; (2) Dalsgaard et al. (2001), *Standard Shocks in the OECD Interlink Model*, Document de travail de l'OCDE N°306 ; calculs DP.

2.1 Les modèles macroéconomiques permettent toutefois de fixer des ordres de grandeur des effets des chocs pétroliers.

En moyenne, les modèles suggèrent ainsi qu'une hausse maintenue de 10 USD du prix du baril amputerait la croissance du PIB de 1/4 à 1/2 point de PIB la première année, et d'un peu moins la deuxième année. L'effet dépressif cumulé sur le niveau du PIB n'excéderait pas 0,8 point dans le cas des États-Unis et serait inférieur en zone euro et au Japon (Cf. tableau 1).

Ces évaluations valent pour la plupart des économies de la triade de l'OCDE (États-Unis, Europe occidentale, Japon), à l'exception des pays fortement producteurs (Canada, Royaume-Uni)⁶. Certaines économies émergentes en voie d'industrialisation peuvent être plus sensiblement affectées.

S'agissant de l'inflation, les effets estimés sont relativement dispersés. Une hausse maintenue de 10 USD du prix du baril pourrait relever l'inflation entre 0,4 et plus de 1 point par an pendant deux ans. Toutefois, la hausse de l'inflation sous-jacente (qui exclut notamment la composante énergie des prix) serait nettement plus modérée, du fait d'effets de second tour limités. Par ailleurs, le scénario du FMI surestime sans doute l'impact inflationniste, et une étude plus récente du Département de la Recherche du FMI reposant sur un autre modèle donne des résultats plus proches de ceux de l'OCDE⁷.

Même si ces évaluations conduisent à des effets limités pour des chocs de moyenne amplitude, il reste qu'un choc maintenu de grande ampleur aurait selon ces mêmes évaluations des conséquences macroéconomiques de premier ordre. Ainsi, en supposant que les effets sont liés de façon linéaire à la taille du choc considéré, une hausse de 50 USD du prix du baril, qui

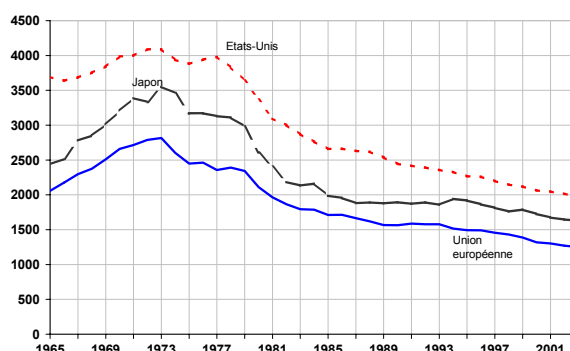
correspondrait à un choc réel comparable à celui des années 1970, pourrait pénaliser l'activité jusqu'à 4 points de PIB en deux ans.

Il reste possible que les évaluations obtenues à partir de modèles macroéconomiques surestiment l'incidence des chocs pétroliers, parce que ces modèles sont estimés sur la base de comportements moyens observés depuis deux à trois décennies. Or, ces comportements ont évolué dans le sens d'une moins grande réactivité aux variations de prix du pétrole.

2.2 Plusieurs développements ont conduit à modérer la sensibilité d'une économie comme la France aux variations des prix pétroliers.

En premier lieu, le degré d'utilisation du pétrole a diminué par rapport aux années 1970 (graphique 3). Ceci résulte des progrès de l'efficacité énergétique suscités par les chocs pétroliers eux-mêmes, mais également de la place croissante prise par les activités tertiaires dans la valeur ajoutée, moins consommatrices d'énergie. Le recours à d'autres sources d'énergie y a également contribué, notamment en France avec le programme nucléaire.

Graphique 3 : intensités pétrolières
Consommation de pétrole en milliers de barils jour par unité de PIB PPA en dollars de 1999



Source : British Petroleum (consommations de pétrole), Groningen Growth and Development Centre (pour les PIB en Parité de Pouvoir d'Achat) et calculs DP.

6. Les effets que l'on peut obtenir pour la France en particulier à partir de simulations du modèle Mésange sont du même ordre de grandeur. Voir *Présentation du modèle Mésange*, document de travail de la Direction de la Prévision, mai 2002.

7. *GEM: A New International Macroeconomic Model*, Document de Travail du Département Recherche (janvier 2004).

Au-delà de cet effet mécanique, qui est en principe pris en compte en partie dans les simulations modélisées, d'autres facteurs, plus difficiles à intégrer dans les modèles utilisés pour effectuer ces simulations, peuvent contribuer à réduire la sensibilité des économies développées aux chocs pétroliers. Le premier grand choc pétrolier avait conduit à une surenchère inflationniste, les mécanismes d'indexation salariale jouant à plein et les banques centrales ayant accommodé un relèvement durable des anticipations d'inflation. Le second choc pétrolier a quant-à lui conduit initialement à une nouvelle fièvre inflationniste puis a finalement débouché sur une récession mondiale marquée, en lien avec des politiques monétaires très restrictives destinées à casser les anticipations d'inflation. Aujourd'hui, les banques centrales des pays avancés jouissent d'une crédibilité anti-inflationniste bien plus forte : les anticipations d'inflation à long terme sont ainsi mieux ancrées, et les agents anticipent *a priori* que la hausse du prix du baril va relever temporairement l'inflation, sans nécessairement affecter les composantes moins volatiles des prix qui constituent l'inflation sous-jacente.

De plus, les mécanismes d'indexation automatique des salaires aux prix, en place implicitement ou même explicitement (comme par exemple, la «scala mobile» en Italie) au moment des chocs pétroliers ont aujourd'hui disparu, ce qui contribue aussi à limiter les effets de second tour.

Néanmoins, les risques de dérapage inflationniste peuvent varier considérablement selon la position de l'économie dans le cycle. En période de conjoncture haute, le niveau moins élevé du chômage tend à faciliter les hausses salariales et le dynamisme de la demande laisse les entrepreneurs plus libres de remonter leurs prix. À l'inverse, en période de conjoncture faible et donc de chômage élevé, les risques inflationnistes sont moindres mais l'effet dépressif peut être plus marqué sur l'activité à court terme, la perte de revenu due au choc pétrolier ne pouvant être contournée et risquant alors de conduire donc à un ajustement plus rapide de la dépense.

3. L'exposition des pays d'Europe continentale aux chocs pétroliers n'est pas très différente de celle des États-Unis, bien que ces derniers produisent une part du pétrole qu'ils consomment

Au-delà des effets moyens indiqués plus haut, les pays de l'OCDE sont diversement exposés aux chocs pétroliers. À cet égard, deux indicateurs apparaissent plus particulièrement utiles (tableau 2) :

- le poids dans le PIB des importations de produits pétroliers. Un tel indicateur mesure la perte de revenu national que constitue le prélèvement pétrolier. À cette aune, les pays d'Europe continen-

tales apparaissent légèrement plus exposés que les États-Unis, car, du fait de leur production domestique, ces derniers sont relativement moins dépendants de l'étranger pour leur approvisionnement. Le Royaume-Uni constitue une exception parmi les pays de l'OCDE (avec cependant également le Canada et la Norvège) puisqu'il était encore exportateur net de pétrole en 2003. Le Japon apparaît dans ce classement comme le pays le plus dépendant du pétrole importé⁸.

- le degré d'utilisation du pétrole dans l'économie, qui correspond plutôt au poids dans le PIB de la consommation de produits pétroliers. Ce deuxième critère est sans doute plus pertinent lorsqu'il s'agit d'évaluer certains effets d'offre induits par les chocs pétroliers, notamment le besoin de réallocations de facteurs de production entre secteurs d'activité⁹. Selon celui-ci, les États-Unis sont sensiblement plus exposés que les pays européens et même que le Japon aux variations des prix pétroliers. Ceci tient à un niveau de consommation moyen plus élevé. On peut noter aussi que le Royaume-Uni est le pays le moins gourmand en produits pétroliers, ce qui tient ici à d'autres raisons que la disponibilité d'une production domestique (forte tertiarisation de l'économie, fiscalité pétrolière élevée notamment).

Au total, il n'apparaît donc pas de différence nette dans l'exposition relative aux chocs pétroliers des États-Unis et des grands pays d'Europe continentale. Cependant, au-delà de ces indicateurs, la capacité des économies à s'ajuster à des hausses durables des prix pétroliers dépend aussi du bon fonctionnement de leurs marchés de produits et du travail.

4. La réaction de la politique monétaire joue aussi un rôle important

Dans les deux variantes présentées ici, la réaction des autorités monétaires est déterminée par le modèle utilisé. Dans le scénario de l'OCDE, les banques centrales agissent pour maintenir les taux d'intérêt réels inchangés. Dans le scénario du FMI, la fonction de

8. Les effets sur le Japon d'un choc pétrolier tels qu'estimés par les modèles macroéconomiques (cf. tableau 1 ci-dessus) sont cependant assez faibles relativement à son degré d'exposition apparent. Une explication couramment avancée de cette divergence est la flexibilité à la baisse des salaires réels, qui aurait permis lors des deux grands chocs pétroliers (et permettrait encore) une absorption sans tensions de la dégradation des termes de l'échange.

9. Dans la mesure où l'impact sur la demande entraîné par une hausse du prix du pétrole ne dépend pas seulement de la perte de revenu globale de l'économie nationale vis-à-vis de l'étranger mais aussi des propensions à dépenser relatives des producteurs et des utilisateurs de pétrole, un tel indicateur peut être également utile pour apprécier les effets de demande à court terme d'un choc pétrolier, en complément de l'indicateur de dépendance extérieure.



**Tableau 2 : indicateurs d'exposition à un choc pétrolier
Année 2003, en baril/jour par million de dollars de 1999**

	États-Unis	France	Allemagne	Italie	Royaume-Uni	Japon
Dépendance énergétique (volume des importations nettes de pétrole rapporté au PIB PPA)	1,11	1,25	1,19	1,14	-0,40	1,65
Intensité énergétique (consommation de pétrole rapportée au PIB PPA)	1,98	1,33	1,27	1,32	1,09	1,63

Source : Agence Internationale de l'Energie, Groningen Growth and Development Centre (pour les PIB PPA), calculs DP. Les importations nettes comprennent le pétrole brut et les produits raffinés.

réaction de la politique monétaire repose sur une cible d'inflation sous-jacente. Dans les deux cas, les banques centrales sont donc amenées à relever leurs taux d'intérêt.

Parce qu'à court terme il déprime l'activité tout en poussant l'inflation à la hausse, le choc pétrolier place en réalité les banques centrales dans une situation délicate. Celles-ci sont *a priori* mieux armées pour faire face à un choc de demande pur, qui affecte dans le même sens l'activité et les prix.

Si les banques centrales se concentrent uniquement sur les conséquences récessives du choc pétrolier, elles risquent d'ouvrir la porte à une spirale inflationniste – qui n'empêchera de toute façon pas à terme le prélèvement extérieur de s'opérer. À l'inverse, une politique visant à neutraliser tout effet du choc sur le niveau des prix serait très pénalisante pour l'activité.

Enfin, en pratique, la réaction des politiques monétaires à un choc pétrolier dépend aussi des autres dimensions de la situation conjoncturelle. Par exemple, les risques de dérapage inflationniste étant plus faibles lorsque l'économie se trouve initialement en déficit de demande (car les revendications salariales sont alors

contenues et les possibilités de dilatation des marges faibles), il peut être préférable de prévenir les effets négatifs du choc sur l'activité, ou tout au moins de ne pas les exacerber. À l'inverse, lorsque l'économie se trouve initialement en excès de demande, la banque centrale veillera plus que jamais à prévenir d'éventuels effets de second tour sur l'inflation.

Dans les deux cas, la réaction de la politique monétaire peut être différente de ce que suggèrent les modèles, basés par définition sur la moyenne des comportements passés.

Nicolas CARNOT

Caterine HAGEGE

Directeur de la Publication : Jean-Luc TAVERNIER
Rédacteur en chef : Philippe GUDIN DE VALLERIN
Mise en page : Maryse DOS SANTOS
(01.53.18.56.69)

