



Nous n'avons volontairement pas corrigé les imperfections de forme qui peuvent apparaître dans chaque copie.

Concours interne

2^{ème} épreuve d'admissibilité : Economie

Meilleure copie

Note : 19/20

Ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance
DG Trésor
Le /a chef/fe de bureau

Paris, le 24 août 2021

NOTE
POUR LE DIRECTEUR GÉNÉRAL

Objet : entretien avec le représentant français du directoire de la Banque centrale européenne (BCE) -risques inflationnistes dans le cadre de la reprise économique

Selon les dernières prévisions du Fonds Monétaire International (FMI), l'inflation devrait se situer autour de +2,5 % en 2021 en moyenne dans le monde.

L'inflation, dont l'indicateur principal est l'indice des prix à la consommation (IPC), se définit comme « la perte du pouvoir d'achat de la monnaie qui se traduit par une augmentation générale et durable des prix », selon l'INSEE.

Alors que les plans de relance dont le colossal « Plan Biden » ou « CARES Act » de 1800 Mds € et le plan Next Génération EU de 750 Mds € de l'Union européenne (UE) commencent à être mis en œuvre, les marchés craignent qu'au choc du Covid ne succède une surchauffe des économies mondiales. Ces craintes sont alimentées par les politiques accommodantes de la Fed et de la Banque centrale européenne (BCE) qui vient de fixer, dans le cadre de sa nouvelle stratégie, un objectif symétrique d'inflation « autour de 2 % », soit un assouplissement de son objectif traditionnel plafonné à 2 %.

Un entretien avec le représentant français du directoire de la BCE doit se dérouler prochainement. Dans cette perspective, la présente note :

- Rappelle les déterminants justifiant le policy mix actuel mais alerte sur le risque d'inflation importée (1) ;
- Souligne le risque de déclassement de la France et de l'UE issu de facteurs exogènes et endogènes structurels à ces économies et propose des solutions nationales, européennes et mondiales pour l'atténuer (2) ;
- Est accompagnée de propositions d'éléments de langage (EDL).

* * *

1. Si le policy mix actuel est pleinement justifié par l'objectif de stabilité des prix et de relance de la croissance, la France et l'UE pourraient subir les effets d'une inflation importée

1.1. Le risque d'anticipation inflationniste reste faible au regard des bénéfices des politiques de relance

1.1.1. Il n'existe pas de consensus économique relatif aux déterminants et effets exacts de l'inflation

Selon le modèle de la courbe de Phillips néo-keynésienne, le taux d'inflation nominal d'une économie ouverte est déterminé par :

- les anticipations rationnelles du taux d'inflation futur ;
- l'élasticité de l'inflation par rapport à l'écart de production (output gap) ;
- un éventuel choc inflationniste défini comme une augmentation ou baisse exogène du prix des biens.

A ces variables, s'ajouterait le taux de chômage, conséquence indirecte des anticipations d'inflation, selon le modèle NAIRU (« Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) développé par Edmun Phelps et Milton Friedman. Un taux de chômage inférieur à son niveau naturel engendrerait des tensions sur le marché de l'emploi et une augmentation des salaires nominaux ayant pour conséquence une hausse constante de l'inflation par les prix.

Ce modèle ne s'est pas vérifié empiriquement durant les dernières décennies, ni la crise de 2008 et la hausse consécutive du chômage ni le plan de relance de Donald Trump ne semblent avoir d'impact significatif sur le taux d'inflation.

En France, alors que la hausse de l'IPC s'est située entre +1.5 % et +2.3 % en 2018 en glissement annuel, la hausse du salaire mensuel net moyen dans le secteur privé n'a atteint que +0.4 %, selon l'INSEE, illustrant une faible corrélation entre niveau d'inflation et prix sur le marché de l'emploi.

Toutefois, d'une part, un certain niveau d'inflation reste souhaitable pour stimuler la production et la croissance, à la condition que ses effets se répandent dans l'économie réelle, et ne restent pas limités à l'alimentation de bulles d'actifs financiers, ce qui a été le cas après la crise de 2008 en raison de failles dans les courroies de transmission monétaire vers le canal bancaire et d'une défiance des agents économiques.

D'autre part, ce niveau ne doit pas conduire à une surchauffe de l'économie susceptible de générer une dépréciation de la monnaie qui engendrerait un choc de demande et une crise généralisée dont l'emblème reste l'Allemagne des années 1930.

Une certaine stabilité des prix, conformément au mandat du système européen de banques centrales (SEBC) énoncé à l'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE), est donc souhaitable, sans qu'un niveau absolu soit possible à déterminer

1.1.2. L'environnement de taux bas et de risque de trappe à liquidité justifie l'intervention conjointe d'une politique monétaire accommodante et d'une politique néokeynésienne

Le choc simultané exogène d'offre et de la demande qu'a représenté la crise mondiale de la Covid a nécessité l'intervention simultanée des stabilisateurs automatique par le canal budgétaire et d'une politique monétaire non-conventionnelle, sur le modèle des rachats d'actifs ou « assouplissement qualitatif » privilégié à l'issue de la crise de 2008. Cette politique monétaire accommodante, justifiée par un environnement de taux structurellement bas voire négatifs, a de surcroît permis de soutenir les injections massives, mais nécessaires, de liquidités par le canal budgétaire afin de relancer l'économie, par la diminution du spread et l'effet-signal envoyé aux marchés quant à la solidité des dettes souveraines. Aujourd'hui, la BCE détient environ 25 % des dettes souveraines de la zone euro.

Le plan de relance français, dont 40 % sont financés par la Facilité pour la Reprise et la Résilience (FRR), doit de son côté permettre de stimuler la demande agrégée et l'investissement productif permettant d'éviter une trappe à liquidités coûteuse pour la croissance et soutenir une offre mise à mal par les confinements successifs. Pour rappel, France Relance présente l'objectif de créer 120 000 emplois d'ici 2022 et les prévisions de croissance pour 2021 s'établissent à 5 %.

Au vu de l'importance du choc de la crise pour le secteur productif, de la masse d'épargne thésaurisée par les ménages qui atteint 20 % du revenu disponible brut et du niveau de chômage qui s'élève à 8 % au sens du BIT selon les prévisions de l'INSEE du premier trimestre 2021 -soit un niveau proche du NAIRU-, une surchauffe massive de l'économie française, comme européenne, n'est pas à anticiper à court terme.

Selon les données provisoires de l'INSEE, l'IPC a retrouvé son niveau pré-crise en mai 2021, à +1,4 % en glissement annuel (g.a.) après s'être aventuré sous le seuil de 0% au troisième trimestre 2020.

Néanmoins, cette hausse semble concentrée sur certains produits tels que l'énergie (+ 11,8 % en g.a.), dépendant fortement des importations ce qui peut faire craindre à une inflation importée à moyen terme.

1.2. Le risque d'inflation importée pèse sur les secteurs les plus exposés à la concurrence internationale

1.2.1 Plusieurs signaux laissent envisager une inflation importée

Premièrement, même rapporté au PIB, le « CARES act » américain, auquel s'ajoute le récent plan d'investissement dans les infrastructures adapté par le Congrès, reste à un niveau plus élevé que les plans de relance européen, faisant réagir le Prix Nobel d'économie Esther Duflo qui juge qu' « un moment keynésien » est en cours. Le risque de surréaction est amplifié par le fait que l'impact de la crise était moindre aux Etats-Unis en raison de politiques sanitaires moins restrictives.

Deuxièmement, l'envolée des cours des matières premières fait craindre à une déstabilisation des prix, une hausse des torsions spéculatives et une déstabilisation des chaînes de production mondiales si elle s'accompagne de pénuries, à l'image des semi-conducteurs et des puces électroniques.

Cette envolée touche aussi bien le pétrole (+ 30 % en un an) que l'étain (doublement des prix) ou encore les céréales (+ 22 % selon l'indice Bloomberg des prix des matières agricoles). Plus récemment, le cuivre et l'or suivent cette tendance.

De multiples facteurs conjoncturels et structurels sont à l'œuvre :

- tensions logistiques suite à la reprise du commerce international post-Covid ;
- baisse du dollar, qui constitue la devise de référence sur les marchés des matières premières ;
- tensions géopolitiques et commerciales entre les Etats-Unis, la Chine et certains de leurs partenaires producteurs de matières premières (Canada, Australie) ;
- effet rattrapage avec une reprise de la demande chinoise. Selon les prévisions du FMI, la Chine devrait à elle-seule contribuer à 25 % de la croissance mondiale en 2021.

1.2.2. Les effets d'une inflation importée pourraient aggraver la crise de compétitivité naissante de l'industrie française et européenne

Un stimulus de la demande mal-calibré présente le risque que ce surplus de demande ne se déverse sur les importations de biens et de services, au détriment de la production nationale, notamment dans les secteurs les plus exposés à la concurrence internationale. Le risque est alors que la balance commerciale et la compétitivité de l'économie nationale ne se détériorent et que le surplus de liquidités ne contribue à alimenter le prix d'actifs non-échangeables, tels que l'immobilier.

Les risques d'une relance keynésienne sur la dégradation de la compétitivité des secteurs exportateurs se vérifient empiriquement, selon une étude d'avril 2021 du CEPII, qui établit une relation décroissante entre taux de chômage et appréciation du taux de charge réel. Cette relation, qui s'observe à l'échelle mondiale dans un environnement de charges flexibles, s'explique par l'impact différencié du taux de chômage sur la demande de biens échangeables ou non-échangeables.

Ainsi, à plus long terme, une relance keynésienne trop appuyée fait peser un risque de déformation de l'appareil productif, déjà lourdement affaibli par les effets de la crise, en particulier dans l'industrie aéronautique ou automobile, secteurs fortement exportateurs.

Il existe donc un risque de « reprise en K » et de déclassement durable de l'industrie française, accentué par plusieurs facteurs structurels.

*

2. Le risque de déclassement de la France et de l'Union européenne appelle des solutions nationales, européennes et mondiale

2.1. La France et l'UE subissent un risque de déclassement issu de facteurs exogènes et endogènes multiples

2.1.1. Un manque de coordination mondiale de la relance

L'absence de coordination mondiale des plans de relance accentue les risques d'inflation importée et d'inefficacité du multiplicateur keynésien. Cette absence de coordination fait également peser le risque d'une relance à rebours, en cas de mise en œuvre trop tardive, mal ciblée ou trop peu ambitieuse par rapport à nos concurrents. Elle affaiblit enfin la transparence et la prévisibilité des marchés, alimentant une défiance et une instabilité sous-optimales. Par ailleurs, ce manque de coordination est le corollaire de tensions géopolitiques et commerciales structurantes pour les années à venir, faisant craindre aux investisseurs une « guerre froide commerciale » voire un découplage des économies chinoise et américaine susceptible de déstabiliser les chaînes de valeur mondiales, au cœur de la croissance des dernières décennies.

2.1.2. Des facteurs structurels à l'économie française et européenne

L'économie française, à l'image de l'UE, subit depuis la crise de 2008 un faible investissement productif, une productivité globale des facteurs atone, une forte thésaurisation du revenu des ménages vers les actifs peu risqués tels que l'immobilier (65 % du total), et une polarisation croissante du marché de l'emploi et du niveau des salaires brident la consommation. A ces facteurs structurels s'ajoute, dans le cas de la France, un niveau de dette publique qui atteignait déjà plus de 90 % pré-crise, alors qu'il était proche du niveau allemand au début des années 2000.

Ces facteurs structurels pourraient amplifier les risques associés à une politique keynésienne :

- effet d'éviction, par les volumes et par les prix, au détriment de l'investissement ;
- équivalence ricardienne encourageant les ménages à thésauriser par anticipation de hausse future de la fiscalité ;
- déstabilisation de la dynamique schumpétérienne et maintien d' « entreprises zombies » par le canal des subventions et aides (fonds de solidarité, prêts garantis par l'Etat-PGE, prêts – participation – relance – PPR) au détriment des plus innovantes.

2.2. Juguler ces risques exige des mesures de plus long terme, en nécessaire coordination avec nos partenaires européens et mondiaux

2.2.1. Au plan national :

L'arbitrage chômage-compétitivité exige de relancer la demande nationale tout en soutenant les secteurs exposés.

Proposition 1. Etablir une grille de référence labellisée par l'Etat des risques, associée à un devoir de conseil renforcé sur l'assurance-vie.

Cette mesure permettrait de renforcer la confiance des ménages et stimuler la demande pour les actifs plus risqués, associés à l'économie réelle. Elle viendrait utilement compléter la relance des fonds Eurocroissance déjà engagée

Proposition 2. Etablir un plan de soutien à l'industrie associée à des subventions ciblées à la relocalisation, en parallèle d'une promotion de l'économie circulaire, notamment en agriculture.

Cette mesure compléterait les mesures européennes de soutien à l'autonomie stratégique mais devrait respecter les règles de l'OMC en matière de subvention et cibler un nombre restreint de secteurs stratégiques

Proposition 3. Etablir un plan de sortie progressive de crise associé à une extinction des aides, de mesures-relai, en parallèle d'une reprise des mesures de contrôle de la dépense publique.

Cette mesure compléterait les réformes en cours (proposition de loi organique) relatives à la maîtrise des finances publiques. Elles offriraient une plus grande prévisibilité aux agents économiques.

2.2.2. Au plan européen :

Proposition 4 : Proposer, dans le cadre de la Présidence française de l'UE (PFUE), une stratégie coordonnée de sortie de crise de la zone euro, associée à la communication de plans budgétaires à moyen terme (horizon 2027).

Proposition 5 : A plus long terme, engager une stratégie d'influence auprès de nos partenaires de la zone euro, en particulier allemand, afin d'établir un budget pérenne de la zone euro.

Proposition 6 : Faire aboutir les réformes en cours visant à établir une union des marchés de capitaux afin d'accroître la liquidité des marchés.

Proposition 7 : Dans le cadre de la nouvelle stratégie industrielle européenne, proposer à la Commission, d'établir un plan « matières premières » visant à assurer la sécurité des approvisionnements.

2.2.3. Au niveau mondial

Proposition 8 : Porter les enjeux de relance au niveau du G20 et établir, en lien avec l'UE, en parallèle, des dialogues avec, d'une part la Chine, et d'autre part, les Etats-Unis et le Japon, autour de la coordination des plans de relance, et la transparence des subventions (règles OMC à modifier.)

* * *

Propositions d'EDL :

- encourager le maintien de la politique de QE à court terme afin de soutenir les plans de relance ;
- encourager la BCE à établir une coordination poussée avec la Fed et la PBoC chinoise et à tenir les membres du directoire informés ;
- appeler le représentant français à sensibiliser ses partenaires sur le risque d'inflation importée et l'importance d'une stratégie coordonnée ;
- appeler le représentant français à entretenir des liens privilégiés avec son homologue allemand autour de cette question et suggérer l'établissement d'un groupe de travail technique
- partager, si le DG l'agrée, les propositions supra avec le représentant français et l'interroger sur des suggestions de stratégie d'influence.