

Intitulé de l'épreuve : Economie

Nombre de copies : 3

Numerotez chaque page (dans le cadre en bas de la page) et placez les feuilles dans le bon sens.

Le risque de stagflation en Europe.

Dans un article des "Échos" de mai 2022, la présidente du Fonds Monétaire International décrivait la conjoncture économique ^{mondiale} par "une croissance en baisse et l'inflation en hausse". En Europe, plus particulièrement en Union Européenne (UE), le choc externe représenté par la guerre en Ukraine, par effets immédiats sur l'économie et effets de second-tour à moyen terme, font dire au Vice-Président en charge de l'Économie Paolo Gentiloni que plusieurs scénarios étaient possibles "dans lesquels la croissance pourrait être plus faible et l'inflation plus élevée que nous ne le prévoyons".

Ces descriptions ne sont pas sans rappeler une situation dans le cycle économique de "stagflation", laquelle se caractérise par, sur une durée de plusieurs trimestres, une inflation forte, qui renvoie à "un accroissement plus rapide de l'offre de monnaie que de la production" (Friedman) et doit être distinguée de sa composante sous-jacente (hors prix de l'énergie et matières premières) et - les économistes étant partagés sur ce point, une croissance faible ou négative (Barsky et Kilian, 2002), laquelle renvoie à "l'accroissement continu d'une variable dans le temps" - au niveau économique le plus souvent le PIB (F. Barron) ou un taux de chômage élevé*, ce dernier devant être distingué de ses composantes structurelles et conjoncturelles. Ces trois variables sont en outre reliées par la courbe de Philips (1956), établissant une corrélation inverse et stable entre inflation et chômage, et la loi d'Okun, liant chômage et croissance. Il est également à noter que, si une inflation trop faible ou trop élevée nuisent à la croissance (Barro et al, 1998), le taux optimal d'inflation pour la croissance ce fait pas consensus chez les économistes (Blanchard, 2018).

* (Bruno et Sachs 1979)

En effet, la combinaison de ces variables et l'impact final sur le bien-être des agents économiques dépend des modèles et régimes de croissance propres aux économies. C'est en cela que la stagflation, en Europe, prend une dimension particulière, puisque l'on peut définir cette zone géographique comme un ensemble d'économies divergeant par leurs modèles économiques (allant jusqu'à faire écrire à Stiglitz, 2016, que l'UE devrait se scinder à raison des déséquilibres internes), mais toutefois unies, pour certaines d'entre-elles membres de la zone euro (ZE) par une politique monétaire commune, centrée sur la lutte contre l'inflation (art 125 TFUE), et pour l'ensemble des membres de l'UE, par une coordination de leurs politiques macroéconomiques susceptibles de réduire le chômage et d'augmenter la croissance en vue de diminuer le risque de stagflation. (Semestre européen, conseil ECOFIN et encadrement budgétaire).

Or, il apparaît qu'en Europe, le risque - que l'on peut définir comme une probabilité difficile à établir (Franch, 1924), de stagflation entre en contradiction avec les prévisions établies précédemment (les derniers rapports art IV du FMI pointant comme risque premier en Europe la déflation). Depuis par la guerre en Ukraine, choc externe ayant conduit à la hausse des prix de l'énergie et matières premières, les fortes incertitudes entourant les agents économiques (ménages et entreprises) sont susceptibles, par le jeu des anticipations d'inflation, d'accroître le risque. En Europe, les situations divergeraient entre pays dans la mesure où la ZE n'est pas optimale (Mundell 1968) et n'a donc pas de capacité homogène de réaction à un choc externe.

Dans ce contexte, comment évaluer le risque de stagflation en Europe, et orienter les politiques économiques pour le réduire ?

La présente note se propose à cet égard de :

- ① Établir, par description de la conjoncture actuelle l'existence d'un risque, mesuré, de stagflation en Europe.
- ② Rappeler le cadre théorique entourant les déterminants de la stagflation et les moyens de l'éviter, au regard des spécificités économiques de l'Europe.
- ③ Rappeler comment les politiques économiques en Europe ont contribué à réduire le risque de stagflation dans les dernières décennies

④ Proposer des orientations économiques pour réduire, dans la mesure où il ne peut être totalement écarté, le risque de stagflation en Europe.

I) Les données caractérisant la conjoncture économique actuelle en Europe établissent un risque de stagflation, toutefois mesuré.

D) Les tendances de croissance et d'inflation en Europe sont caractéristiques d'une situation de stagflation à court terme.

• Après les rebonds des économies françaises et européennes suite au COVID19 (+7% en France en 2021) la croissance connaît un ralentissement de son accroissement, qui n'est pas une récession. La croissance du PIB réel dans l'UE a été revue à la baisse pour 2022, estimée en mai à 2,7% puis 2,3% pour 2023 contre respectivement 4,0% et 2,8%. La croissance de la production - décisive pour mesurer la croissance potentielle, a été revue en UE de 2,1% à 0,8%. En France, la dernière étude de la Banque de France ^(juillet 2022) prévoyait 2,5% en 2022 et 2,3% en 2023, mais cela reste entaché d'incertitudes.

• Parallèlement, l'inflation a fortement augmenté ces derniers mois, en regard à l'accroissement des prix de l'énergie et des tensions sur les chaînes de valeur mondiales. En France, l'inflation s'établit en août 2022 (Banque de France) à 6,8%, ce qui est supérieur à la moyenne européenne (8,6%, Eurostat). L'Europe connaît par ailleurs de grandes disparités (cas de l'Estonie à 14% d'inflation) entre ses membres. Ces taux sont les plus élevés de l'histoire de la Z€.

Enfin, dans le pire scénario de prévisions établi par la Commission, l'inflation pourrait encore augmenter de 3 points tandis que la croissance diminuerait de 2,5 points en 2022.

• Enfin, la forte volatilité du prix des matières premières et de l'énergie crée un risque de désancrage des anticipations d'inflation (Pisany Ferry et Blanchard, 2022) qui favoriserait une situation de stagflation. Plusieurs économistes, à l'exception de F. Ecalle, font ainsi le parallèle entre 2022, qui voit le gaz/pétrole augmenter, avec la stagflation des années 1970 déclenchée par le choc pétrolier du Shah d'Iran.

2) L'analyse de l'inflation sous-jacente et des taux de chômage tempèrent le risque de stagflation en Europe.

- L'inflation, si elle connaît un fort accroissement, résulte cependant en majorité de la hausse de certains prix, la caractérisant ainsi comme davantage conjoncturelle que structurelle. Si les prix de l'énergie ont fortement augmenté (+26% en France en glissement annuel en avril 2022), ils l'ont fait dans une moindre mesure qu'en 1970 (Blanchard, Summers, 2022) et ce alors que la part de la consommation énergétique dans le PIB est plus faible (OCDE, 2022) en Europe. Ramenée à sa composante sous-jacente, l'analyse de l'Indice des prix à la consommation (INSEE) établi en France en juillet 2022 une inflation de 3,5%, et 3% en UE en 2022 et 2023.
- L'analyse des taux de chômage qui, s'ils sont élevés et combinés avec une forte inflation, sont caractéristiques de la stagflation, diminue le risque en Europe. En 2021, plus de 5,2 millions d'emplois ont été créés en U.E. (tendance similaire observée au Royaume-Uni d'après la Bo.E) et le chômage a diminué de 1,8 millions de personnes. Les tendances à court-terme restent très positives, avec un taux de chômage de 6,7% en 2022, 6,5% en 2023 (légèrement plus élevé en 2^e toutefois, dont la France avec 7,4%).

3) L'éruption du conflit ukrainien, s'il reste un choc externe, ne semble pas de nature à être un choc macroéconomique d'ampleur menant à une récession propice à la stagflation.

- Le découplage de l'économie russe avec l'UE reste, exprimé en PIB, un choc mesuré, compte tenu de la taille des IDE et des flux commerciaux de l'UE avec ce pays (Blanchard et Pisany Ferry, 2022)
- De même, l'aide macroéconomique et la prise en charge de réfugiés demeure inférieure à 1% du PIB de la zone, et pourrait par ailleurs accroître l'emploi à moyen-terme selon la Commission.
- Enfin, si l'inflation a fortement augmenté en conséquence du conflit, cela fait suite à une décade durant laquelle la Banque Centrale Européenne (B.C.E.) ne parvenait pas à faire remonter l'inflation à son objectif d'alors (proche et inférieur à 2%). Les anticipations d'inflation à moyen-terme sont ainsi stables (Blot, L'EPH 2022, et De Long 2022)

Intitulé de l'épreuve : Economie

Nombre de copies : 3

Numerotez chaque page (dans le cadre en bas de la page) et placez les feuilles dans le bon sens.

II) Les théories économiques, par l'établissement des liens entre croissance, chômage et inflation, rappellent que le risque de stagflation peut être évité par un policy-mix budgétaire et monétaire adéquat, notamment en Europe et ZÉ.

1) En tant que coïncidence d'une inflation forte et d'un chômage élevé, la stagflation peut être évitée par la réduction d'une des deux variables.

- La courbe de Philips (1956) établit une relation inverse et stable entre inflation et chômage. Si la première variable est déterminée par la politique monétaire, qui régle l'offre de monnaie par différents canaux (la politique budgétaire pouvant aussi avoir une incidence par les plans de relance), le chômage est soumis à l'adéquation entre offre et demande d'emplois, qui se matérialise entre autres par la régociation salariale. À cela se rajoute les anticipations des agents économiques, qui peuvent ainsi reposter leur décision de consommation ou d'investissement et avoir ainsi un impact sur la quantité de monnaie en circulation et la capacité à embaucher. Les économistes en déduisent ainsi, un taux de chômage n'accélérant pas l'inflation lorsqu'on diminue les anticipations, quoiqu'empiriquement discutable (Georolf, CEP11 2021)

- La maîtrise de l'inflation est l'objectif de la politique monétaire. Bien qu'il n'existe pas de taux optimal d'inflation (Blanchard 2018), la politique monétaire permet par différents canaux une bonne allocation du capital susceptible de générer la confiance, et ainsi la croissance de l'économie. Toutefois, elle est contrainte lorsque son principal canal, le taux d'intérêt, est à zéro. Elle peut alors utiliser des politiques non-conventionnelles (QE

N°

5.1.12

par exemple) avec toutefois comme externalités négatives la déstabilisation financière, voire des investissements peu propices à la croissance, n'écartant ainsi pas le risque de stagflation via une croissance faible.

* en augmentant toutefois l'inflation

- La réduction du chômage passe par l'adéquation entre demande et offre d'emploi, ce qui est mis à mal par la hausse de l'inflation, les entreprises et les salariés ne pouvant pas s'étendre sur la répartition de leur perte sèche (marges de l'entreprise, pouvoir d'achat du salarié) pour absorber la hausse des prix à la consommation (ou des coûts de l'entreprise). La politique budgétaire peut venir ici **remédier**, en prenant garde à la soutenabilité de la dette, à protéger le pouvoir d'achat des salariés et alléger la fiscalité des entreprises. * La mise en place de réformes structurelles, comme la loi "Avenir Pro" de 2018 en France, peut également contribuer à une allocation optimale

2) Compte tenu des évolutions de la Courbe de Philips, la réduction du risque de stagflation semble davantage tributaire de politiques de croissance à même de réduire l'inflation et le chômage.

- Compte tenu de la financiarisation des économies et de l'intégration internationale des économies, particulièrement forte en Europe, on observe un lien distendu entre inflation et chômage. La logique actionariale des entreprises (Aglietta, 2017) et la non-coïncidence des cycles financiers et de l'économie ont un impact important sur les décisions d'investissement des entreprises créatrices d'emplois. Parallèlement, l'intégration internationale des économies (Marché Unique européen de 1996) font de la compétitivité le facteur susceptible de réduire l'inflation (Green, 2021). Une part non négligeable de l'inflation (1% en UE d'après la Banque de France) est ainsi "importée" par les biens intermédiaires. Il convient ainsi de se pencher sur le contenu en emploi de la croissance, matérialisée par la loi d'Okun, et de mettre en oeuvre des politiques de soutien à la productivité pour réduire le risque de stagflation.
- La croissance semble être en mesure d'écartier durablement l'inflation, et ainsi la stagflation. Au cœur des théories de la croissance se trouve l'investissement productif (Modèle de Solow, 1956), mais aussi le progrès technologique ("résidu de Solow"), qui est cumulatif (Grossman, 1997). À cela s'ajoute, et peut par ailleurs

contribuer à réduire le chômage, l'accroissement du capital humain (Markand, 1985). Enfin les théories de la croissance endogène (Lucas, Romer, Sala-i Martin, 1992) insistent sur l'amélioration des interactions entre agents économiques. On peut également rajouter l'intégration internationale, qui par la concurrence renforce la productivité (Fontagné, 2010). C'est précisément la faiblesse de la productivité, mesurée par la croissance potentielle, qui expliquait une croissance atone et des anticipations d'inflation trop faibles (Lettre Trésor Éco, 2017, Aghion et al) en Europe.

3) En Europe, la nature particulière de cette zone implique une coordination budgétaire et monétaire pour éviter la stagflation.

- La zone euro, si elle ^{est} un "bien commun" (Kindlerberger, 1985), n'est en revanche pas optimale (Murdell, 1968). Des comportements non-coopératifs (Olson, logique de l'action collective) peuvent ainsi s'y développer en refusant l'inflation et/ou le chômage disparates dans la zone (Fitoussi, 1985 OFCE), à l'exemple de la politique de compression de la demande interne allemande privant, au sein du marché unique, les entreprises des autres pays d'accéder au marché allemand faute de demande (Geraadp, 2021, CEPII). L'absence de capacité de réaction homogène à un choc externe, comme la guerre en Ukraine, rend la coordination nécessaire pour éviter la stagflation via une croissance durablement entachée et/ou une inflation non maîtrisée.
- Au sein de la zone euro, la maîtrise de l'inflation est confiée à la B.C.E. et l'Eurosystème (S.E.B.C. englobant de toute l'UE) qui définit ainsi la politique monétaire unique. Il apparaît qu'en plus de ses mesures conventionnelles et non-conventionnelles, l'effet de signal et le guidage des anticipations peut limiter les terrors inflationnistes (Swaceno, 2022). La crédibilité de l'institution garantie par son indépendance permet également de susciter la confiance de long-terme pour réduire l'inflation dans la durée (Alesina, 1999).
- Face à un choc externe susceptible de mener à la stagflation, les États européens n'ont d'autre choix, en l'absence de dévaluation externe, de mener des politiques internes. Ces dernières doivent toutefois être coordonnées dans la mesure où la libre-circulation des facteurs de production peut exposer les pays à différents degrés de risque de stagflation, en nuisant à la résorption du chômage par exemple.

III

La mise en oeuvre de politiques économiques ciblées en Europe permet l'établissement d'un cadre macroéconomique diminuant le risque de stagflation.

1) La politique monétaire opère dans un cadre de confiance pour les agents économiques

- Contrairement à la période des années 70, l'évolution du cadre de la politique monétaire rend compte d'une meilleure confiance des agents économiques, stabilisant les anticipations d'inflation à long-terme et réduisant par-là le risque de stagflation. Contrairement à la désinflation "Volcker" menée par la FED américaine, qui a engendré une sévère récession, la stratégie de la B.C.E. pour réduire l'inflation opère dans un cadre davantage propice à susciter la confiance. (Bordo et Al, 2007). Le cadrage successif de l'objectif de la B.C.E. (à 2% en 1994 à sa création, puis "inférieure mais proche de 2%" suite à la récession de 2003, et enfin "cible symétrique de 2% d'inflation" suite à la récession de 2021) en témoigne. • La dernière récession est particulièrement de nature à susciter la confiance et l'ancrage des anticipations puisque, contrairement à la nouvelle doctrine de la FED qui vise 2% en moyenne, la cible symétrique de 2% indique que la BCE peut tolérer des écarts temporaires, comme le choc conjoncturel de l'Ukraine, sans forcément resserrer immédiatement sa politique.

- En conséquence, les dernières études empiriques viennent confirmer des anticipations d'inflation sous-jacente de long-terme bien ancrées (Ma, Kose et Okunev 2019), validant par-là la crédibilité de la banque centrale à respecter sa cible (Eichengreen 2022)

2) Parallèlement, l'évolution des politiques budgétaires et la mise en oeuvre de réformes structurelles réduisent le risque de chômage élevé, et par-là le spectre de la stagflation.

- En Europe, les politiques budgétaires sont mieux calibrées et encadrées pour affronter un choc externe. L'expérience grecque a montré entre 2008 et 2015 qu'une consolidation trop prématurée entraînait la récession (Blanchard, 2012), ce qui a justifié non seulement l'adoption de nouvelles règles européennes (TSCG, two-pack, six-pack) mais même ravivé le débat sur un budget commun, avec un premier instrument pour la compétitivité et la croissance lancé en 2018. Durant la crise, l'UE a lancé un programme inédit d'endettement

Intitulé de l'épreuve : Économie

Nombre de copies : 3

Numerotez chaque page (dans le cadre en bas de la page) et placez les feuilles dans le bon sens.

commun via Next Generation UE et mis en place des programmes adaptés à chaque membre, chose inédite, pour renforcer la convergence des économies européennes.

- Les États européens ont également effectué des réformes structurelles flexibilisant leurs économies, à l'image du "Jobs Act" italien de 2012. Un rapport de la Banque Mondiale de mai 2022 centré sur la stagflation indique que ces politiques, par la diminution des effets de la boucle-prix-salaires, écartent le danger de la stagflation. Elles l'écartent également en ayant libéralisé l'accès au crédit (Abiad, Tressel 2010).

- Enfin, les ~~meilleures~~ conditions de financement de l'économie permettent d'envisager une politique budgétaire en Europe accommodante à court terme, qui pourra relancer la croissance et ainsi diminuer à long-terme l'inflation. La part de remboursement de la dette publique n'ayant jamais été aussi faible depuis 15 ans en France (Banque de France, 2022), les mesures de protection du revenu réel des travailleurs ou d'allègement fiscal des entreprises, peuvent ainsi être déployées sans trop de risques sur la soutenabilité de la dette. Les tensions inflationnistes pourront être ensuite résorbées par la croissance induite.

3) Le régime de croissance des économies en Europe est davantage à même de réduire la stagflation.

- Un effort continu et toujours en cours a été entrepris en Europe pour réduire le contenu en énergie de la croissance. Au-delà des fortes ambitions affichées sur le long-terme

N°

.9.1.12

(Green Deal et Fit for 55 de l'UE), les données OCDE et Banque Mondiale témoignent d'une baisse continue depuis 1970 de l'intensité énergétique du PIB des économies avancées, dont l'Europe (World Bank, 2022). Cette énergie aux prix volatils étant susceptible de créer des chocs d'inflation, la réduction en cours de la dépendance aux énergies fossiles limitera la possibilité de stagflation en Europe.

• L'attention renouvelée à la productivité dans les économies européennes renforce également le contenu en emploi de la croissance, en limitant l'inflation. Le Royaume-Uni a par exemple créé en 2017 un "productivity watchdog", à l'origine pour éviter la déflation en augmentant la productivité de l'économie britannique par une meilleure coordination des politiques de l'innovation, de l'emploi et industrielle. La France s'est dotée d'un programme de 34 Mds d'€, "France 2030" pour relancer son industrie, pourvoyeuse d'emplois qualifiés et à effets de débordement sur l'innovation.

IV

Bien qu'il ne puisse être totalement écarté, le risque de stagflation en Europe peut être durablement diminué en orientant les politiques économiques adéquatement.

1) Le risque de stagflation ne peut être entièrement écarté en Europe.

• De fortes incertitudes conjoncturelles demeurent. L'évolution du conflit en Ukraine et son impact sur les prix de l'énergie nourrissent l'incertitude des agents prompt à décaler leurs anticipations d'inflation. Parallèlement, les politiques commerciales étant "stratégiques" (Painelli, 2008), le recul de la fragmentation des chaînes de valeur et la faiblesse de l'offre d'intrants critiques ~~peuvent~~ ^{peuvent} conduire à des poussées inflationnistes. (OCDE, 2022)

• D'autres incertitudes structurelles existent sur le régime de croissance européen. Notamment la démographie et la baisse anticipée de la population active européenne par le vieillissement

de sa population. La poussée du populisme peut également contribuer à s'affranchir des cadres de coopération des politiques économiques (Klose et Al, 2019), notamment le protectionnisme à l'attirait (renouveau) (Rodrik, 2022). Enfin, la capacité empirique de la BCE à maintenir sa cible. (Fischer Green 2022)

2) La coordination de la politique monétaire et budgétaire, ainsi que leur flexibilité, sera nécessaire.

* indique que

• Dans son article intitulé "une politique économique de guerre", Jean Pisany-Ferré indique, compte tenu des incertitudes entourant le conflit, * la flexibilité de la politique monétaire et budgétaire devra être de mise. Si elles ne disposent pas de marges très importantes (faux bas de la politique monétaire, et dette de long-terme de la politique budgétaire) elles peuvent en outre s'adapter, sans aller jusqu'à un resserrement et une consolidation prématurée, suivant l'évolution du conflit. Les cadres européens mis à mal pendant la crise sanitaire ont souligné la possibilité et les bénéfices de cette flexibilité.

• Parallèlement, les deux outils doivent être coordonnés. Les pressions inflationnistes de la politique budgétaire se doublent d'un manquement à l'équité intergénérationnelle par la dette et à de potentielles externalités négatives environnementales, tandis que la politique monétaire a déjà entamé en juillet 2022 et à nouveau en septembre, une hausse de ses taux. La fin coordonnée des politiques de crise, qui ne sont pas restrictives, mais davantage normalisées, mènera à un régime de croissance soutenable à long-terme tout en absorbant le choc de court-terme.

• Il importe particulièrement à cet égard que les entreprises et les ménages acceptent temporairement une perte de marges et de pouvoir d'achat. Un effort peut en outre être fait dans une logique de redistribution, en taxant les profits des entreprises d'énergie enrichies et en aidant les ménages dont le panier de consommation est plus sensible à l'énergie et l'alimentation.

3) Dans une optique de moyen puis long-terme, l'Europe s'éloignera de la stagflation en transformant son régime de croissance

- Cela peut passer par une modification des politiques macroéconomiques de la Z€. La révision potentielle du mandat de la BCE peut contribuer au verdissement de l'économie et ainsi réduire sa dépendance aux énergies à prix volatils. La convergence des économies européennes plaide parallèlement pour une capacité budgétaire européenne, qui pourrait exempter des règles de Maastricht les investissements verts, ceci devant être encore débattu (Lettre Trésor-éco de février 2022, non-papier allemand d'août 2022)
- Face au risque important d'une transition non contrôlée (jusqu'à 10% de PIB d'après la Banque de France), des investissements productifs en faveur d'une économie à intensité énergétique réduite peuvent être mis en place. Au delà de résoudre le débat sur la "stagnation séculaire" (Gordon 2014 vs McAfee 2016) et la possibilité de croissance de long-terme permise par un nouveau cycle de Kondratieff, l'investissement dans des énergies vertes peut réduire la vulnérabilité de l'économie. Par rigidité à court-terme de l'offre, il est possible que cela mène à une "greenflation", résorbable à long-terme (F. Villeroy De Galhau, 2022)
- Enfin, l'Europe peut accroître la résilience de son économie. En mettant par exemple ~~en~~ en œuvre des politiques de réduction du chômage crée par la mondialisation, à l'hygiène importante. (Le FEM étant moins bien doté que son équivalent US), ou en accentuant l'économie de la connaissance (retard européen en R&D et en matière de brevets), et enfin en sécurisant ses approvisionnements par réduction d'asymétries d'information sur les fournisseurs (CAE, 2022) au niveau européen.