

Concours B/L 2021

Économie

Épreuve commune sur dossier : oral

Jury : Gilles Saint-Paul et Mathilde Viennot

**Sujet :**

**Faut-il craindre un retour de l'inflation ?**

**Dossier documentaire :**

**Document 1 :** Extrait d'un article de Didier Saint-Georges, p.2

**Document 2 :** Graphiques extraits des projections macroéconomiques de la Banque de France, p.4

**Document 3 :** Extrait d'un article de Jeremy Siegel dans le *Financial Times*, p.5

**Document 4 :** La croissance des salaires et des prix au Royaume-Uni entre 2007 et 2017, p.7

## **Document n°1 : Article de Didier Saint-Georges, membre du Comité d'investissement stratégique de Carmignac, sur le site du journal *Le Monde*, 19 mai 2021**

### **Le risque d'un retour de l'inflation n'est pas une chimère**

Les prévisions d'inflation, comme celles sur le niveau des devises, font partie des exercices les plus périlleux pour les économistes. Tant de critères rentrent en jeu, qui s'influencent entre eux et qui se modifient au fil du temps, que prévoir l'avenir sur ces sujets mène plus souvent au fiasco qu'à la gloire.

On se souvient par exemple que l'une des dernières grandes anticipations de poussée inflationniste remonte aux mois qui suivirent la grande crise financière de 2008, quand les grandes banques centrales de la planète s'étaient lancées dans de gigantesques programmes (pour l'époque...) de création monétaire permettant l'achat d'actifs financiers. La plupart des économistes firent valoir à l'époque qu'un tel fonctionnement en surrégime de la planche à billets faisait courir un risque considérable d'inflation.

Or non seulement ce risque ne s'est jamais matérialisé depuis dix ans, mais c'est au contraire une insuffisance d'inflation et une croissance économique apathique qui se sont durablement installées, pénalisant des économies surendettées et les entreprises, incapables d'augmenter leurs prix.

### **Les leçons de la crise de 2008**

Il faudrait bien davantage qu'une courte chronique pour détailler les raisons de cette désinflation persistante. Mais l'une des causes essentielles à retenir est que la plus grande partie cette « création monétaire » ne s'est jamais retrouvée dans l'économie réelle.

En partie parce que les banques n'étaient plus guère enclines à prendre le risque de prêter cet argent à leurs clients (et le durcissement de la réglementation après la crise de 2008 encourageait cette frilosité), en partie parce que les particuliers et les entreprises étaient eux-mêmes prudents, l'argent offert par les banques centrales n'a alimenté ni la consommation ni l'investissement.

Ces liquidités sont principalement restées dans le seul système financier. Donc ce sont les actions et les obligations qui ont vu leurs prix monter, de façon d'ailleurs assez vertigineuse, et non pas les prix des biens de consommation. Les investisseurs ont été les grands gagnants des douze dernières années.

### **Envol des matières premières**

En 2021, le spectre d'une résurgence d'inflation est de nouveau brandi. A très court terme, le phénomène semble en effet assez imparable, car, mesuré sur un an glissant, il est assez logique que les prix à la consommation soient, dans les prochaines semaines, plus élevés que lorsque les consommateurs étaient confinés chez eux, au printemps 2020.

Le phénomène pourrait d'ailleurs être renforcé et prolongé quelque temps parce qu'au moment où la demande des consommateurs se redresse, l'offre des entreprises est encore contrainte par toutes les perturbations subies par l'outil de production depuis un an. A l'échelle de la planète, l'envol sur les douze derniers mois du prix de certaines matières premières comme le cuivre ou des semi-conducteurs rappelle la loi d'airain de l'offre et de la demande pour le prix des biens et services.

Aux Etats-Unis, dont l'économie a déjà largement rouvert, le phénomène est déjà visible et l'indice des prix pour le mois d'avril a surpassé toutes les prévisions des économistes.

Mais la question la plus importante se situe au-delà du court terme. Se pourrait-il que les économistes, après avoir largement surestimé la direction générale de l'inflation au début de la décennie précédente, cette fois la sous-estiment pour la décennie à venir ? Cette question, absolument cruciale pour les épargnants, mérite d'être posée, car quelque chose a radicalement changé entre le traitement de la crise de 2008, et celui de la crise de 2020.

### **La nouvelle orientation de Joe Biden**

Cette fois-ci, la leçon de « l'erreur » de 2009 a été retenue : pour éviter que le traitement de la crise ne profite qu'aux seuls actifs financiers, au lieu de l'économie réelle, et laisse donc se creuser les inégalités, les gouvernements ont pris leurs responsabilités. Cette fois-ci, ils ont presque universellement pris l'initiative de s'assurer que la « création monétaire » serait bien canalisée vers les particuliers et les entreprises (indemnités, prêts garantis, subventions, investissements publics, etc.).

Les banques centrales ne sont plus seules à la manœuvre. Aux Etats-Unis, cette prise de responsabilité par l'administration Biden surpasse même dans son ampleur l'épisode de la relance rooseveltienne des années 30. C'est un peu toute l'idéologie économique libérale des quarante dernières années, initiée par Ronald Reagan aux Etats-Unis et que Margaret Thatcher avait soutenue en Europe, caractérisée par moins d'Etat, moins de réglementations, moins d'impôts, plus de globalisation, que Joe Biden se propose de renverser.

Il est donc légitime de suspecter que la longue tendance de désinflation des dernières décennies, qui a permis une baisse littéralement ininterrompue des taux d'intérêt jusqu'à récemment, puisse être mise à mal.

### **L'obstacle du surendettement**

Nous n'en aurons pas tout de suite la confirmation. La dernière décennie a montré que le surendettement est un obstacle formidable à la remontée de l'inflation et des taux d'intérêt. De plus, le risque est sensiblement plus éloigné en Europe, où les niveaux de sous-emploi, les freins structurels à la croissance et la relative modestie des plans de relance rendent la perspective d'un complet changement de régime d'inflation moins crédible.

Mais dès les prochains mois, les esprits seront probablement frappés par l'élévation du niveau de l'inflation qui accompagnera la réouverture des économies et les multiples ruptures dans les chaînes d'approvisionnement. Et même si ce phénomène sera partiellement transitoire, ne serait-ce que parce que l'effet de base sur le prix du pétrole s'estompera rapidement, même si l'histoire nous enseigne qu'il faut se garder de prédire de façon péremptoire un retour durable de l'inflation des actifs financiers vers l'économie réelle, les marchés devront intégrer que cette possibilité s'est sérieusement renforcée.

Et ce ne sont certainement pas les modèles traditionnels des économistes qui permettront d'anticiper maintenant de façon fiable l'avenir de l'inflation dans un contexte si nouveau. Ce risque justifie à lui seul une vigilance accrue des épargnants, dont le patrimoine tranquillement investi depuis des années sur des actifs obligataires à faible rendement serait lourdement pénalisé par un retour de l'inflation.

## Document n°2 : Graphiques extraits des projections macroéconomiques de la Banque de France, décembre 2020

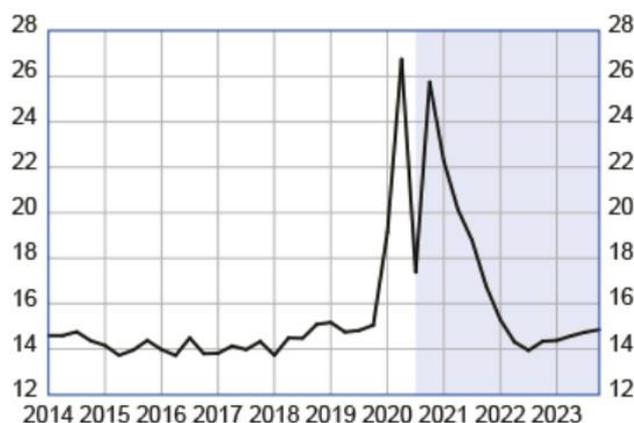
**Tableau – Synthèse des projections France**

	2019	2020	2021	2022	2023
Croissance du PIB réel <sup>(a)</sup>	1,5	-9	5	5	2
IPCH	1,3	0,5	0,5	0,8	1,0
IPCH hors énergie et alimentation	0,6	0,6	0,5	0,7	0,9
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	8,4	8,5	10,7	9,5	8,9
Créations nettes d'emplois (en milliers, moyenne annuelle) <sup>(b)</sup>	317	-425	-350	425	225

*Note* : IPCH = indice des prix à la consommation harmonisé. Données corrigées des jours ouvrables. Taux de croissance annuel sauf indication contraire. (a) Projections arrondies à l'unité (b) Projections arrondies aux 25 000.

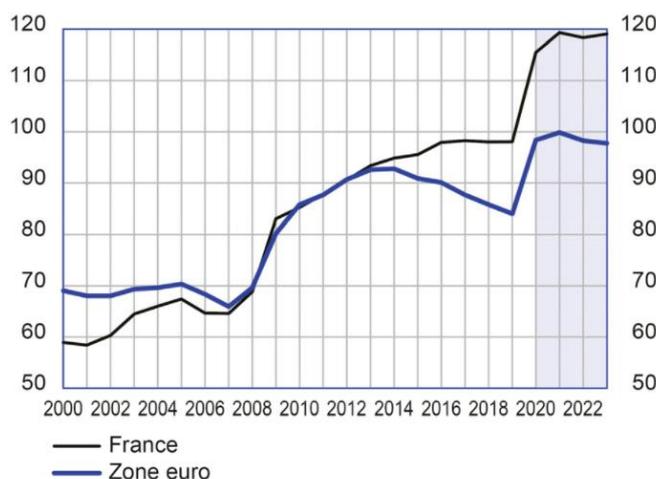
*Sources* : Insee jusqu'au troisième trimestre 2020 (comptes nationaux trimestriels du 30 octobre 2020), projections Banque de France sur fond bleuté

**Graphique 1 – Taux d'épargne des ménages (en % du revenu disponible brut)**



*Sources* : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2020, projections Banque de France sur fond bleuté

**Graphique 2 – Dette publique en France et en zone euro (en % du PIB)**



*Sources* : Insee et Eurostat jusqu'en 2019, projections Banque de France et Eurosysteme sur fond bleuté

## **Document n°3 : Article de Jeremy Siegel dans le *Financial Times*, 19 janvier 2021**

### **La hausse de l'inflation arrive et frappera les détenteurs de bons du trésor**

*L'auteur est professeur de finance à la Wharton School de l'université de Pennsylvanie.*

Lorsque les prix du pétrole sont tombés à zéro en mai dernier, peu d'investisseurs ont pensé à l'inflation. Mais ceux qui étudient les données sur les conditions monétaires savaient que l'accumulation sans précédent de liquidités allait faire exploser l'économie et augmenter les prix dès que les vaccins mettraient fin à la pandémie.

Les données monétaires sont frappantes. Entre mars et novembre, la mesure de la masse monétaire au sens large, M2, a fait un bond spectaculaire de 24 %. Il est choquant de constater que l'augmentation de la masse monétaire en 2020 a été plus importante que celle enregistrée au cours du siècle et demi pour lequel nous disposons de données.

L'expansion monétaire a également été robuste dans une grande partie du reste du monde, mais elle n'a jamais été aussi prononcée qu'aux États-Unis. Et la nouvelle administration Biden fournira certainement encore plus de stimulus fiscal.

L'une des plus anciennes propositions de l'économie est que le niveau des prix est déterminé par l'offre et la demande de monnaie. Les formulations simplifiées de cette proposition sont appelées "théorie quantitative de la monnaie". Cette proposition stipule que le taux d'inflation est égal à l'excès du taux de croissance de la monnaie par rapport aux revenus réels - bien que des interprétations plus sophistiquées prennent en compte d'autres variables telles que les taux d'intérêt et les anticipations inflationnistes.

Mais si de nombreux investisseurs ont reconnu que l'énorme augmentation des liquidités en 2020 était canalisée vers le marché boursier, peu d'entre eux ont craint l'inflation. La plupart ont noté que la Réserve fédérale américaine s'était engagée dans une expansion monétaire importante, connue sous le nom d'assouplissement quantitatif, à la suite de la crise financière. Malgré les avertissements de nombreux économistes de l'époque concernant la hausse des prix à la consommation, l'inflation n'a pas suivi et a même diminué.

Cependant, il y avait une différence fondamentale entre ce qui s'est passé pendant la crise financière et ce qui se passe maintenant. L'argent créé par la Fed lors de la dernière crise financière s'est retrouvé dans les réserves excédentaires du système bancaire. Une petite partie de cet argent a été prêtée au secteur privé.

Cela s'est produit parce que, avant l'effondrement de Lehman, les banques ne détenaient pas de réserves excédentaires. À cette époque, les réserves n'étaient pas rémunérées et une gestion prudente des réserves imposait aux banques de conserver le strict minimum pour satisfaire aux exigences en matière de réserves. Toutes les réserves excédentaires étaient prêtées sur le marché monétaire.

La crise financière a changé tout cela. À la suite de la crise, les taux d'intérêt se sont effondrés. La Fed a commencé à payer des intérêts sur les réserves, et les régulateurs ont imposé des exigences de liquidité qui pouvaient être satisfaites avec ces réserves. Les banques ont facilement absorbé les réserves supplémentaires créées par la Fed et l'assouplissement quantitatif n'a entraîné qu'une modeste augmentation des prêts.

Mais les actions de la Fed et du Trésor en réponse à la crise de Covid-19 produisent un résultat très différent. L'argent créé par la Fed ne va pas seulement dans les réserves excédentaires du système

bancaire. Il va directement sur les comptes bancaires des particuliers et des entreprises par le biais du programme américain de protection des salaires, des chèques de relance et des subventions aux États et aux collectivités locales.

Au milieu des années 1970, j'étais un jeune professeur assistant à l'université de Chicago pendant les dernières années de l'éminente carrière du professeur Milton Friedman. Je me souviens qu'il m'avait dit que l'expansion agressive de la base de réserves était une force puissante, qui nous aurait sauvés de la Grande Dépression des années 1930. Mais si l'expansion des réserves atteint effectivement les comptes d'épargne et de chèques du secteur privé, une telle action de la Fed est beaucoup plus puissante.

Ces mots ont inspiré mes prévisions optimistes de l'été dernier, alors que la pandémie s'aggravait. J'ai dit que les États-Unis allaient connaître un marché boursier fort en 2020 et une économie extrêmement inflationniste en 2021.

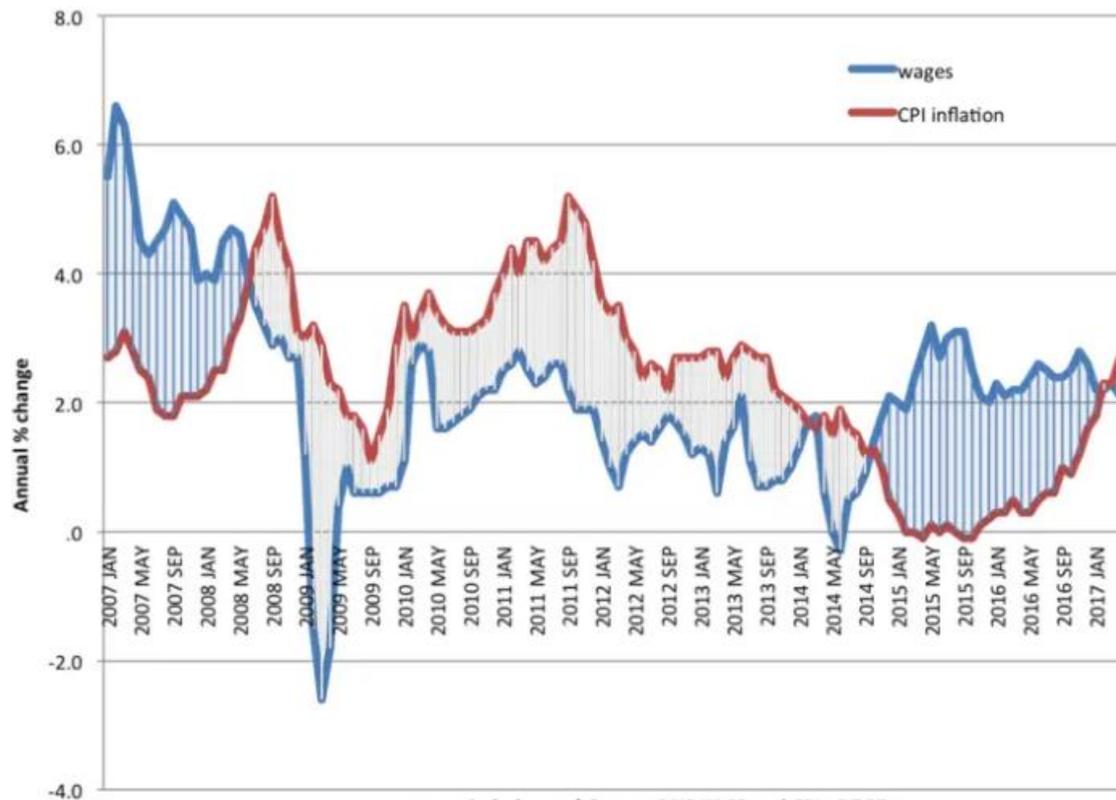
Je ne m'attends certainement pas à une hyperinflation, ni même à une inflation élevée à un chiffre. Mais je pense que l'inflation dépassera largement l'objectif de 2 % de la Fed, et ce pendant plusieurs années.

Ce n'est pas bon pour les détenteurs d'obligations. L'énorme demande de bons du Trésor, qui a maintenu leurs rendements à un niveau aussi bas, s'explique par leur forte capacité de couverture à court terme, c'est-à-dire leur capacité à amortir les fortes baisses des actifs à risque.

Mais cette assurance va devenir de plus en plus chère à mesure que la hausse des prix à la consommation érode le pouvoir d'achat de ces obligations. Il est inévitable que les taux obligataires augmentent, et bien plus que ne l'envisagent actuellement la Fed et la plupart des prévisionnistes.

La guerre de plusieurs milliards de dollars contre Covid-19 n'a pas été payée par une augmentation des impôts ou des ventes d'obligations au public. Mais il n'y a pas de repas gratuit. Ce seront les détenteurs d'obligations du Trésor, par le biais d'une inflation croissante, qui paieront pour les mesures de relance budgétaire et monétaire sans précédent de l'année dernière.

## Document n°4 : La croissance des salaires et des prix au Royaume-Uni entre 2007 et 2017



Note : wages = salaires, CPI inflation = taux d'inflation de l'indice des prix à la consommation, annual % change = en taux de croissance annuel

Source : Economicshelp.org