

Flash Economie

5 février 2021 - 90

Les points centraux pour les scénarios économiques des 2-3 prochaines années

Les scénarios économiques des 2-3 prochaines années dans les pays de l'OCDE dépendent crucialement de quelques facteurs et de quelques comportements :

1. Bien sûr, la date de la disparition des contraintes sanitaires et donc celle du retour à un niveau normal de production et à un degré de sous-emploi faible ; cette date conditionne l'évolution des politiques budgétaires et monétaires, de l'inflation...
2. Les politiques publiques entre relance budgétaire et nécessité de garantir la solvabilité budgétaire. L'arbitrage sera déterminant sur la trajectoire des croissances potentielles futures.
3. Les causes des taux d'intérêt à long terme bas : quelle est la contribution des politiques monétaires expansionnistes, quelle est la contribution de l'excès d'épargne privée du Monde et de la forte demande pour les dettes sans risque ; cela détermine l'ampleur de la remontée des taux d'intérêt lorsque les Banques Centrales sortiront des politiques monétaires très expansionnistes.
4. La possibilité ou non que l'inflation se redresse, avec des facteurs structurels multiples de retour à l'inflation : politiques plus favorables aux bas salaires, retour à des chaînes de valeur régionales, vieillissement démographique, transition énergétique ; un retour de l'inflation serait un choc important avec la hausse induite et non anticipée des taux d'intérêt.
5. La situation du système bancaire. L'évolution des taux d'intérêt impactera la rentabilité des banques et leur capacité à distribuer du crédit dans les 2-3 prochaines années.
6. L'utilisation qui sera faite de l'excès d'épargne privée accumulée depuis le début de 2020. Si elle sert à acheter des biens et services, le redressement de la production sera plus rapide et il apparaîtra plus vite des pressions inflationnistes ; si elle sert à acheter des actifs, la hausse des prix des actifs sera encore plus forte.
7. La réaction des Banques Centrales et des États à la hausse des prix des actifs (actions, immobilier...) et à l'ouverture des inégalités de patrimoine ? Peut-il y avoir pour cette cause passage à des politiques monétaires plus restrictives, ou bien uniquement développement des politiques de lutte contre la pauvreté et de soutien des bas salaires ?

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
@PatrickArtus

Jean-François Robin

Jean-francois.robin@natixis.com
@J_FRobin

Répondre à quelques questions avant de construire des scénarios économiques de moyen terme

Avant de construire des scénarios et des prévisions pour 2021-2022-2023 (**Tableau 1**), il faut répondre à quelques questions qui portent sur des mécanismes et des comportements importants, avec des réponses pas toujours simples.

Tableau 1 : Prévisions de croissance

Sources	États-Unis			Zone euro			Royaume-Uni		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
FMI	- 3,4	5,1	2,5	- 7,2	4,2	3,6	- 10	4,5	5
OCDE	- 3,7	3,2	3,5	- 7,5	3,6	3,3	- 11,2	4,2	4,1
Consensus Forecast	- 3,6	4	3,4	- 7,3	4,7	4	- 11,1	4,3	5,8

Sources	Japon			OCDE*		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
FMI	- 5,1	3,1	2,4	- 5,5	4,4	3,1
OCDE	- 5,3	2,3	1,5	- 5,8	3,3	3,2
Consensus Forecast	- 5,3	2,4	2,2	- 5,7	4,0	3,6

(*) États-Unis + Royaume-Uni + Zone euro + Japon

Sources : FMI, OCDE, Consensus Forecast

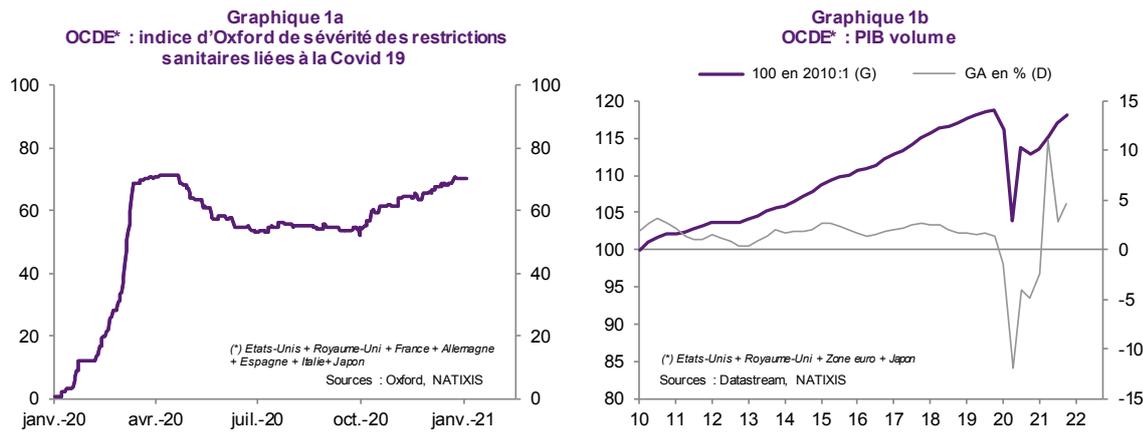
Il s'agit :

- de la date de disparition des contraintes sanitaires ;
- de la réaction des politiques budgétaires ;
- des déterminants des taux d'intérêt à long terme bas ;
- du risque d'inflation ;
- de la situation du système bancaire ;
- de l'utilisation de l'excès d'épargne ;
- des réactions aux bulles sur les prix des actifs.

Nous allons illustrer ces différents points par les **données de l'ensemble de l'OCDE**.

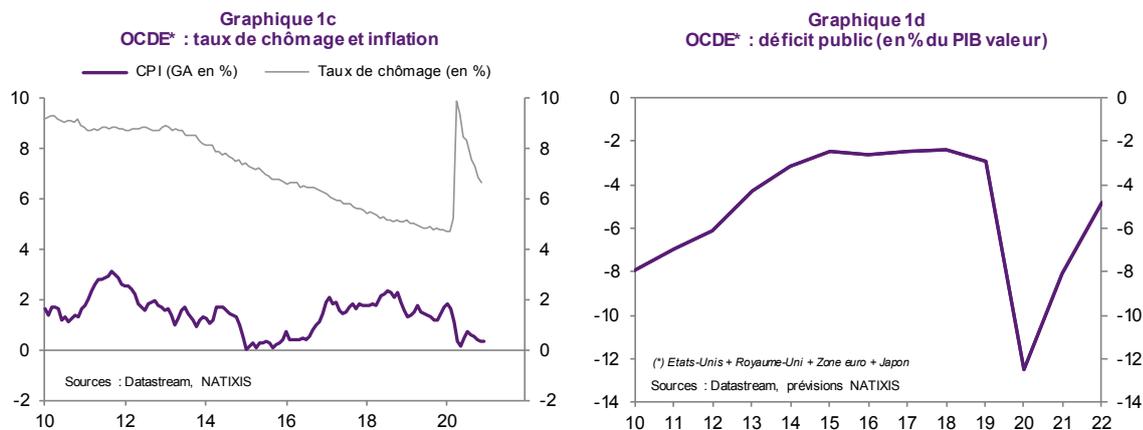
Date de disparition des contraintes sanitaires

Tant que les restrictions sanitaires sont fortes (graphique 1a), il ne peut pas y avoir de reprise économique (graphique 1b).

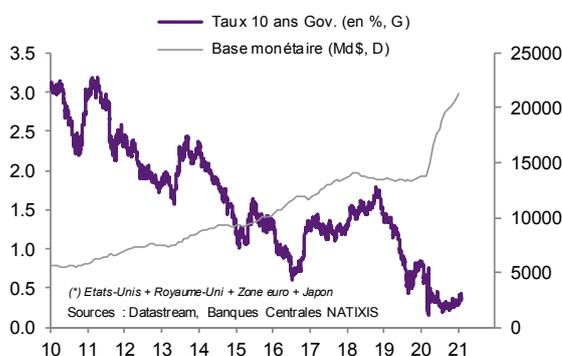


Ceci implique que, plus les restrictions sanitaires durent, plus le sous-emploi se prolonge (graphique 1b, **graphique 1c**), plus l'inflation reste longtemps basse (**graphique 1c**), plus les politiques budgétaires et monétaires restent expansionnistes longtemps (**graphiques 1d/e**).

Avec des effets à moyen long terme sur le marché du travail (pertes de qualification, « phénomène d'hystérésis ») et sur les entreprises. Plus les mécanismes de soutien sont prolongés et plus il sera difficile de distinguer entreprises saines et zombies. L'allocation du capital risque ainsi d'être durablement dévoyée au détriment des entreprises les plus productives. Cela peut favoriser un sous-investissement et une baisse durable de la productivité et donc au final de la croissance potentielle.



Graphique 1e
OCDE* : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et base monétaire



Les politiques budgétaires

Les réactions budgétaires ont été très différentes, l'Europe privilégiant les prêts et garanties, les États-Unis favorisant les dépenses budgétaires. Les États-Unis ont ainsi en pourcentage du PIB dépensé près de 2 fois plus que l'Europe avec au final un choc moitié moindre (une récession en 2020 de - 3,5 % aux États-Unis, dans la zone euro de - 6,8 % et de - 6,4 % dans l'Union Européenne, Tableau 2).

Tableau 2 : Résumé des mesures budgétaires nationales en réponse à la pandémie de COVID-19 (en pourcentage du PIB)

Mesures budgétaires nationales en réponse à la pandémie de COVID-19	En % du PIB
Union Européenne	10,6
États-Unis	19,2

Sources : FMI, NATIXIS

Causes des taux d'intérêt à long terme bas

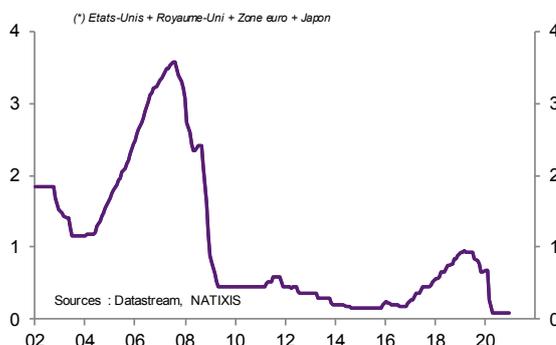
Les taux d'intérêt réels à long terme bas des pays de l'OCDE (graphique 2a) peuvent avoir deux causes essentielles :

Graphique 2a
OCDE* : taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat (déflaté par le CPI, en %)



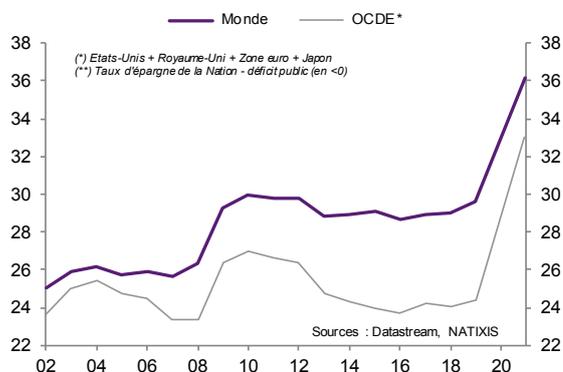
- les politiques monétaires expansionnistes (graphique 1e plus haut, graphique 2b) en l'absence d'inflation ;

Graphique 2b
OCDE* : taux d'intervention des Banques Centrales (en %)



- l'excès d'épargne privée (de l'OCDE ou du Monde, **graphique 2c**), et la forte demande induite pour les dettes sans risque.

Graphique 2c
Taux d'épargne privée** (en % du PIB valeur)

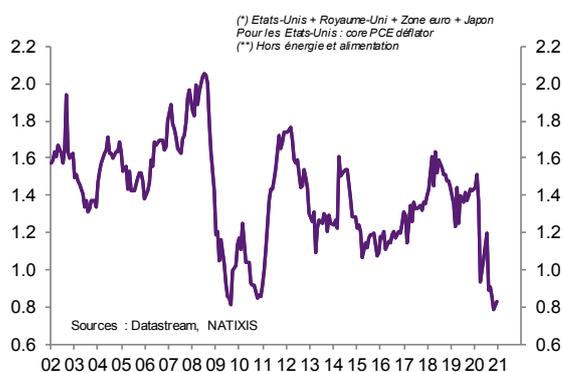


Plus le rôle de l'excès d'épargne et de la forte demande pour les dettes sans risque est important, moins la sortie des politiques monétaires très expansionnistes par les Banques Centrales conduira à une remontée des taux d'intérêt à long terme.

Le poids des facteurs structurels d'inflation

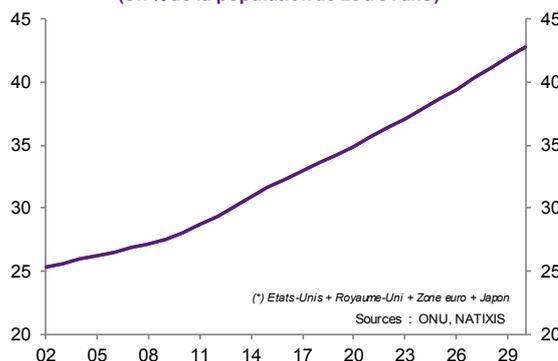
L'inflation des pays de l'OCDE est aujourd'hui très faible (graphique 3a), mais il existe de nombreux facteurs structurels d'inflation :

Graphique 3a
OCDE* : inflation sous-jacente** (GA en %)



- la volonté de redressement des plus bas salaires (aux États-Unis, passage du salaire minimum fédéral à 15 \$ l'heure) ;
- le vieillissement démographique (**graphique 3b**, les retraités sont des consommateurs non producteurs) même si la japonisation des économies pourrait limiter cet effet-là aussi ;

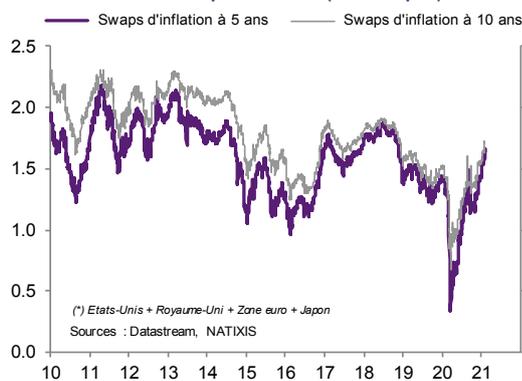
Graphique 3b
OCDE* : population âgée de plus de 65 ans
(en % de la population de 20 à 64 ans)



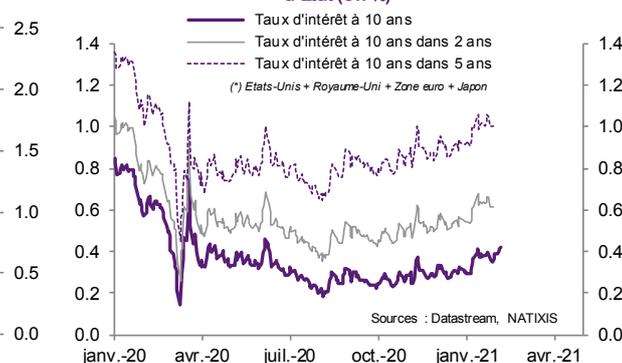
- le retour vers des chaînes de valeur régionales ;
- la transition énergétique avec le prix plus élevé des énergies renouvelables dû à l'intermittence de leur production ;
- une hausse des prix des matières premières avec le sous-investissement ;
- un possible déséquilibre entre demande (qui sera forte post Covid) et offre avec de nombreuses faillites d'entreprises et une tendance à la monopolisation favorable à des prix plus élevés.

Un retour plus rapide de l'inflation, qui n'est pas anticipé (graphique 3c) serait un choc important en faisant apparaître une hausse, elle aussi non anticipée (graphique 3d), des taux d'intérêt.

Graphique 3c
OCDE* : swaps d'inflation (zéro coupon)



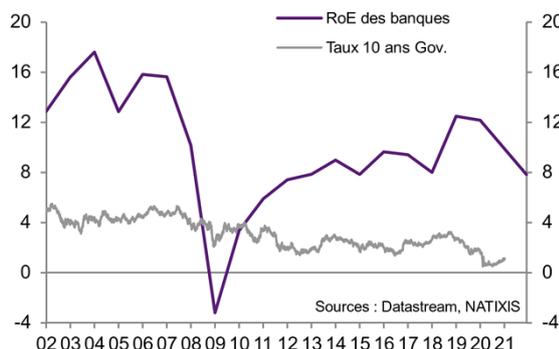
Graphique 3d
OCDE* : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



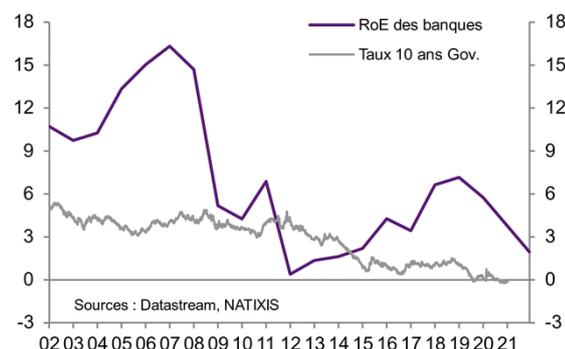
La situation du système bancaire

Plus la période de taux bas se prolongera et plus la rentabilité des banques sera impactée obérant potentiellement leur capacité et leur volonté de prêter à des entreprises lors de la phase de reprise. **Le nombre d'entreprises artificiellement soutenues** et in fine incapables de rembourser leurs prêts et/ou d'attirer des prises de participation **pourrait également impacter les résultats des banques et augmenter le stock de prêts non performants** notamment en Europe où il reste plus important qu'aux États-Unis. On le voit (**graphiques 3e/f**), les banques européennes sont plus pénalisées, ont une moindre rentabilité que leurs homologues américaines avec des taux durablement plus bas depuis maintenant près de 10 ans.

Graphique 3e
Etats-Unis : RoE des banques et taux 10 ans Gov.
(en %)



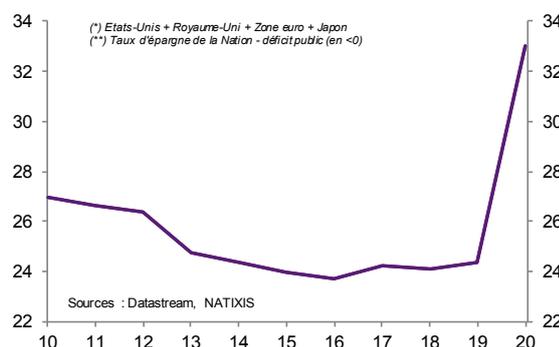
Graphique 3f
Zone euro : RoE des banques et taux 10 ans Gov.
(en %)



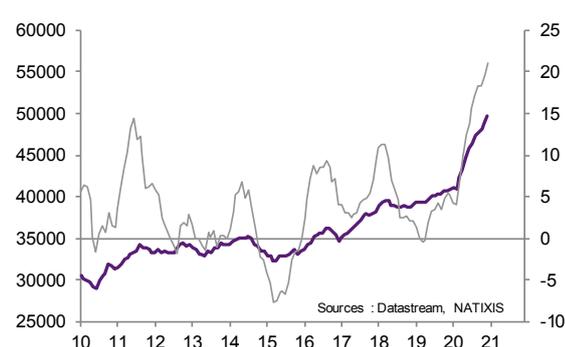
L'utilisation de l'excès d'épargne privée

Le taux d'épargne du secteur privé a beaucoup augmenté en 2020 (graphique 4a), ce qui se voit aussi à la forte hausse des encaisses monétaires (graphique 4b), avec l'importance des transferts publics aux ménages et aux entreprises qui ont stabilisé leurs revenus (graphiques 4c/d) alors qu'ils ne pouvaient pas ou ne voulaient pas consommer ou investir.

Graphique 4a
OCDE* : taux d'épargne privée**
(en % du PIB valeur)



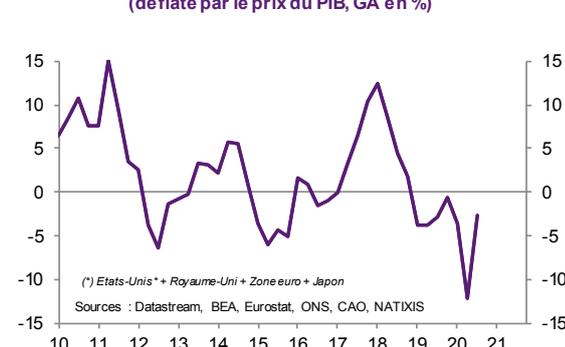
Graphique 4b
OCDE* : masse monétaire



Graphique 4c
OCDE* : revenu disponible réel (déflaté par le prix de consommation, GA en %)



Graphique 4d
OCDE* : profits après impôts et intérêts avant dividendes réels (déflaté par le prix du PIB, GA en %)

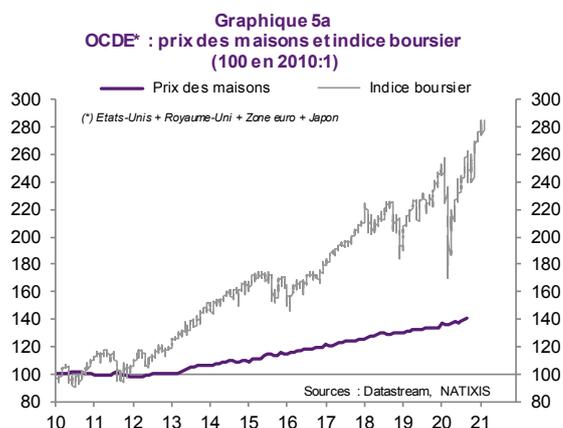


L'utilisation par les ménages et les entreprises de cet excès d'épargne est un enjeu très important :

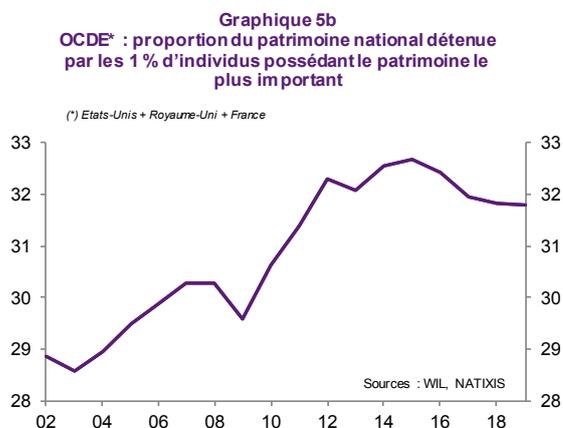
- si elle est dépensée (consommée, investie), il y aura **redressement plus rapide de la demande et pressions inflationnistes** ;
- si elle est utilisée pour acheter d'autres actifs, financiers et immobiliers, **il y aura hausse plus forte des prix de ces actifs** avec des effets positifs (refinancement des politiques publiques sanitaires et économiques via le marché obligataire), mais surtout négatifs (bulles, risques systémiques...).

Quelles réactions à la hausse des prix des actifs ?

Les politiques monétaires très expansionnistes et la forte progression de l'offre de monnaie (graphiques 1e, 4b, 2a/b plus haut) conduisent, au travers du réinvestissement de l'excès de monnaie dans les autres classes d'actifs, à de **fortes hausses des prix des actifs financiers et immobiliers (graphique 5a)**.



Une question importante est celle de **la réaction des États et des Banques Centrales à ces fortes hausses des prix des actifs et à la hausse induite des inégalités patrimoniales, pourtant déjà fortes (graphique 5b)**.



Cette évolution, et la réaction des opinions, poussera-t-elle les Banques Centrales à rendre moins expansionnistes les politiques monétaires (le débat sur ce point est déjà apparu aux États-Unis) ? Poussera-t-elle les États à des politiques redistributives et de lutte contre la pauvreté plus ambitieuses ?

Synthèse : beaucoup d'inconnues

Les perspectives économiques pour 2021-22-23, etc., dans les pays de l'OCDE dépendent de beaucoup de mécanismes et de comportements qui sont aujourd'hui difficiles à prévoir ; nous avons évoqué :

- la date de sortie de la crise sanitaire ;
- les politiques budgétaires ;
- le rôle de l'excès d'épargne pour expliquer les taux d'intérêt bas ;
- les mécanismes structurels inflationnistes ;
- la situation des systèmes bancaires ;
- l'utilisation de l'excès d'épargne ;
- la réaction aux bulles sur les prix des actifs et aux inégalités patrimoniales.

On pourrait certainement trouver d'autres incertitudes : l'avenir des relations commerciales, le succès ou non des politiques de relocalisation, la sévérité de la déformation de la structure sectorielle de l'économie, l'accélération de la digitalisation, la vitesse de la transition énergétique...