

## Flash Economie


3 mars 2021 - 161

### Tout ce qu'il faut oublier de la macroéconomie traditionnelle

Un certain nombre de messages de la macroéconomie traditionnelle ne correspondent plus du tout à la réalité observée dans les économies contemporaines. Il faut donc être très prudent avant d'utiliser les enseignements de la macroéconomie habituelle.

Ces enseignements contredits par la réalité récente sont :

- le fait que la baisse du chômage fait apparaître l'inflation ;
- le fait qu'une création monétaire rapide conduit à l'inflation ;
- le fait que les Banques Centrales pratiquent l'« inflation targeting » (le ciblage d'inflation) ;
- le fait qu'une dépréciation du change est bonne pour la croissance et l'emploi ;
- le fait que les taux d'intérêt à long terme (la pente de la courbe des taux d'intérêt) sont des indicateurs avancés de la croissance future ;
- le fait qu'une hausse forte de l'endettement public conduit à une perte de solvabilité budgétaire ;
- le fait que la baisse des taux d'intérêt stimule l'investissement et fait baisser le taux d'épargne ;
- le fait qu'un pays dont la croissance est plus forte a une appréciation de son taux de change ;
- le fait que le développement des Nouvelles Technologies stimule la croissance de long terme ;
- le fait que le vieillissement démographique conduit à la baisse du taux d'épargne et à l'inflation ;
- le fait que le prix d'un actif financier est la somme actualisée de ses revenus futurs.

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

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Onze « idées reçues » de la macroéconomie traditionnelle qu'il faut remettre en cause

Un certain nombre de mécanismes de la macroéconomie traditionnelle sont usuellement acceptés sans analyse supplémentaire.

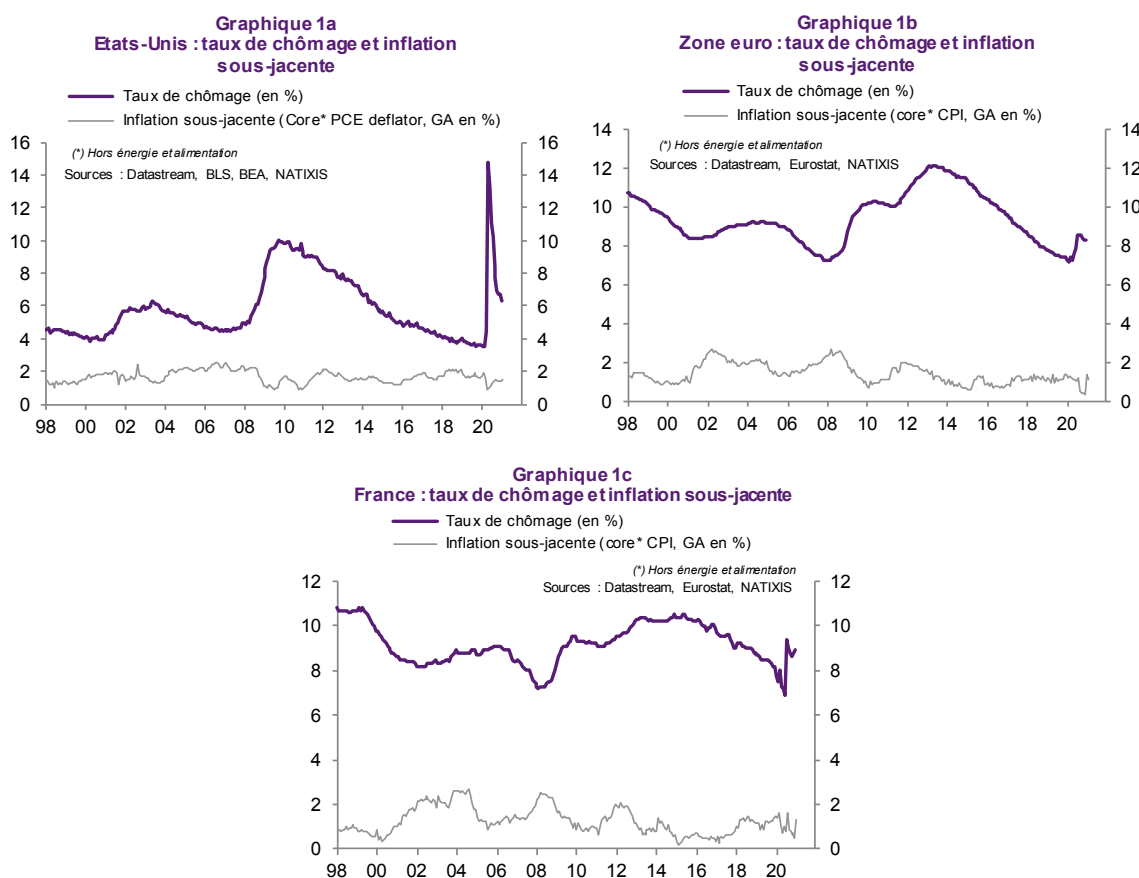
Or ces mécanismes sont incompatibles avec les évolutions récentes des économies. Pourtant, ils sont acceptés et sont souvent la base de commentaires sur l'économie ou sur les marchés financiers qui sont donc malheureusement erronés. Nous allons passer en revue ces onze « idées reçues » de la macroéconomie traditionnelle qui ne sont pas cohérentes avec les évolutions récentes.

### Mécanisme habituellement accepté n° 1 : la baisse du chômage fait apparaître l'inflation

On croit usuellement qu'il y a une **courbe de Phillips** : une baisse du chômage conduit à une hausse de l'inflation.

L'idée est que la baisse du chômage accroît le pouvoir de négociation des salariés, d'où des salaires en hausse plus forte.

Mais cette corrélation entre taux de chômage et inflation sous-jacente (hors effet de l'énergie et de l'alimentation) est devenue très faible (**graphiques 1a/b/c**).



Cette évolution peut venir :

- du marché du travail, avec le recul du pouvoir de négociation des salariés ;
- des marchés des biens, avec le recul du « pricing power » des entreprises, qui ne peuvent plus passer leurs coûts dans leurs prix.

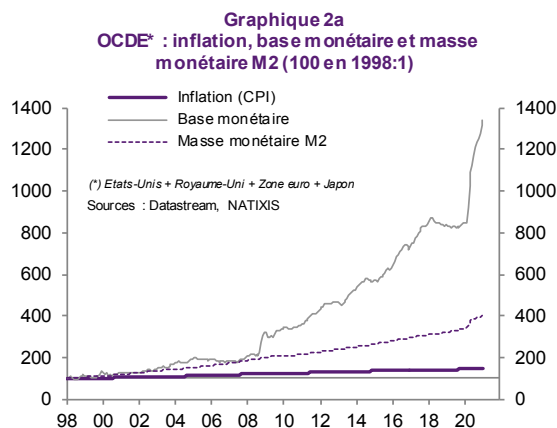
**Si la baisse du chômage ne ramène plus l'inflation, il n'y a plus d'inflation dans la seconde partie des périodes d'expansion**, ce qui va évidemment changer la logique des politiques monétaires.

S'il n'y a plus d'arbitrage entre taux de chômage et d'inflation, **de très nombreux modèles de politique économique**, qui sont basés sur l'idée qu'il faut arbitrer entre réduire le chômage et essayer de limiter l'inflation, par exemple par l'analyse des politiques monétaires optimales, **ne sont plus pertinents**.

## Mécanisme habituellement accepté n° 2 : la création monétaire conduit à l'inflation

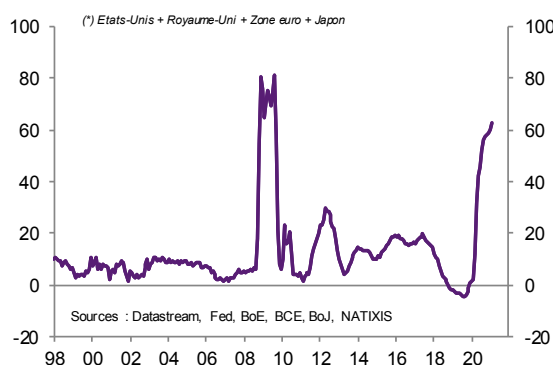
Dans la macroéconomie traditionnelle, il y a neutralité monétaire : à long terme, la croissance de l'offre de monnaie n'a plus d'effet sur l'équilibre économique réel et détermine seulement l'inflation.

Or, ce lien à long terme entre offre de monnaie et prix des biens ne se voit plus (**graphique 2a**), qu'il s'agisse de la monnaie de Banque Centrale (la base monétaire) ou de la monnaie détenue par les agents économiques non bancaires (M2).



La très forte croissance de l'offre de monnaie dans la période récente (**graphique 2b**) ne va donc pas amener l'inflation, contrairement à ce qu'on entend parfois.

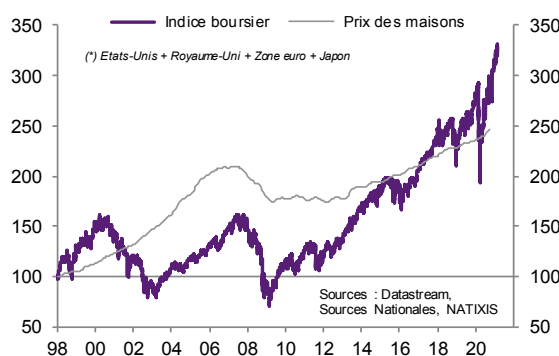
**Graphique 2b**  
OCDE\* : base monétaire (GA en %)



Cette disparition du lien à long terme entre offre de monnaie et inflation pose deux questions :

- **quelle est la conséquence d'une création monétaire rapide** si ce n'est pas la hausse des prix des biens et services ? Il peut s'agir des prix des actifs (actions, immobilier, **graphique 2c**), avec le comportement de **rééquilibrage de portefeuille** : la création monétaire conduit à ce que les agents économiques détiennent trop de monnaie par rapport à ce qu'ils souhaitent ; ils réinvestissent cette monnaie dans les autres actifs, d'où la hausse des prix de ces actifs ;

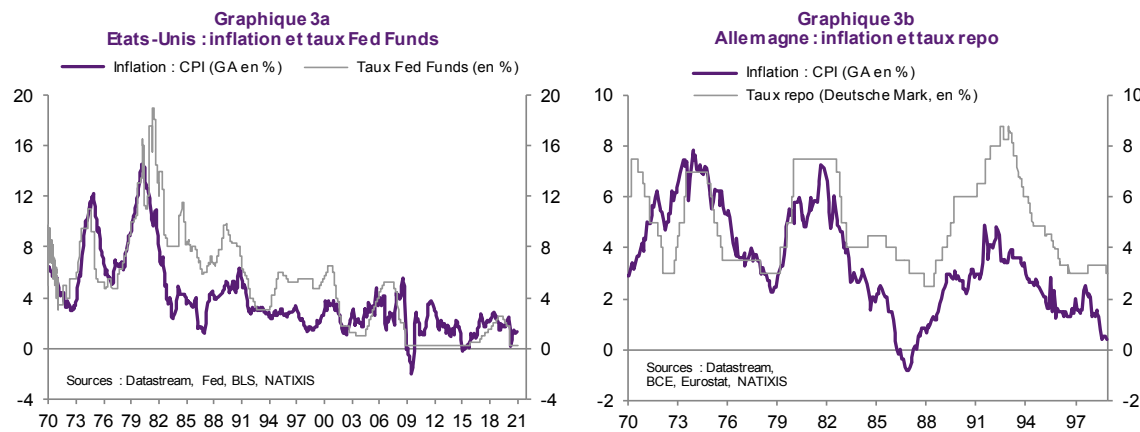
**Graphique 2c**  
OCDE\* : indice boursier et prix des maisons  
(100 en 1998:1)



- **si ce n'est pas la croissance de l'offre de monnaie, qu'est-ce qui détermine l'inflation à long terme ?** Les taux d'intérêt nominaux (c'est le néo-fisherisme), la norme de progression des salaires nominaux ?

### Mécanisme usuellement accepté n° 3 : les Banques Centrales pratiquent l'« inflation targeting »

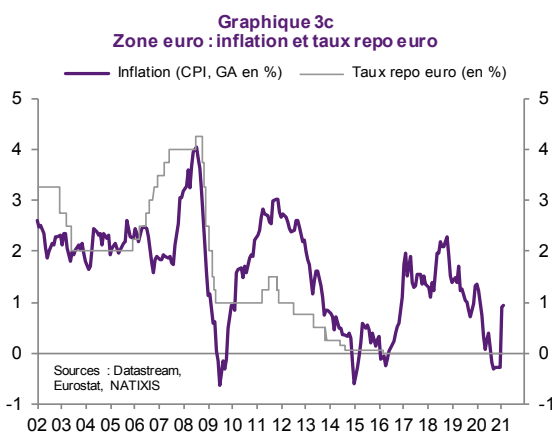
La grande majorité des Banques Centrales est supposée pratiquer l'« inflation targeting » (le ciblage d'inflation) : elles ont comme objectif le maintien de l'inflation autour de l'objectif d'inflation. Ceci était le cas dans les années 1980-1990 (**graphiques 3a/b**).



**Mais on voit aujourd’hui les Banques Centrales évoluer vers d’autres objectifs :**

- obtenir un taux de chômage très bas pour lutter contre les inégalités (ce qui a été affirmé par la Réserve Fédérale) ;
- faciliter la transition énergétique (ce qui a été mis en avant par la BCE).

**Il est donc devenu possible que les Banques Centrales réagissent aujourd’hui beaucoup moins à l’inflation que dans le passé** (graphique 3a, graphique 3c), ce qu’elles s’autorisent à faire par exemple avec l’Average Inflation Targeting (l’objectif d’inflation est réalisé sur une période longue de temps : quand l’inflation a été inférieure à l’objectif, elle doit ensuite être supérieure à l’objectif). L’intervention des Banques Centrales dans l’économie réelle pose un problème qui est celui de l’indépendance des Banques Centrales, normalement incompatible avec cette intervention.



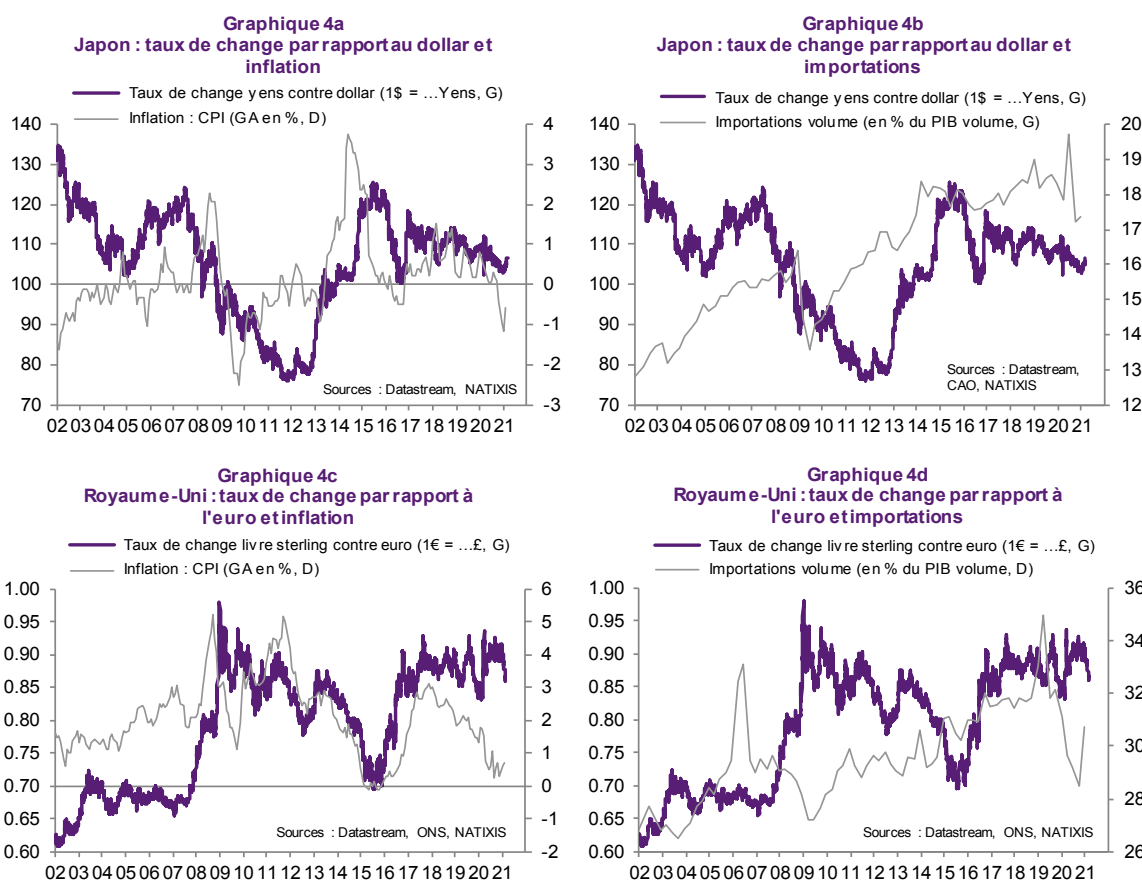
**Mécanisme usuellement accepté n° 4 : une dépréciation du change est bonne pour la croissance et l’emploi**

On entend souvent dire que les gouvernements recherchent une dépréciation du taux de change puisque celle-ci est favorable à la croissance et à l’emploi. Mais cette affirmation est très douteuse.

Dans les économies contemporaines, la **spécialisation productive est forte : la substituabilité entre importations et production domestique est faible.**

Ceci implique que, **s’il y a dépréciation du taux de change, il y a hausse des prix des importations et faible baisse du volume des importations.**

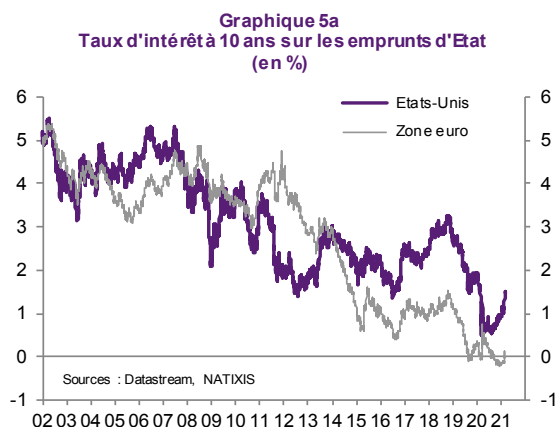
Les **graphiques 4a/b/c/d** montrent par exemple que la forte dépréciation du yen en 2013-2014 ou de la livre sterling après le référendum sur le Brexit de 2016 conduisent à de l'inflation, mais pas à une baisse significative des importations.



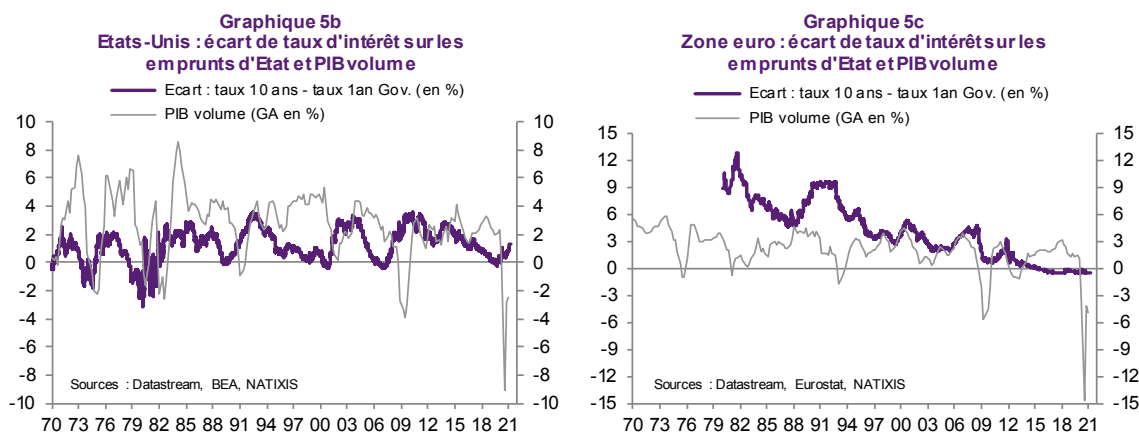
**Une stratégie de dépréciation du change est donc « industrialiste »** : elle soutient la compétitivité de l'industrie, mais elle réduit le PIB avec la perte de pouvoir d'achat due à l'inflation importée.

### Mécanisme usuellement accepté n° 5 : les taux d'intérêt à long terme sont des indicateurs avancés de la croissance future

On entend souvent dire que des taux d'intérêt à long terme bas, ou une pente faible pour les courbes des taux d'intérêt, annoncent un recul de l'activité. Ceci a été beaucoup entendu depuis quelques années avec le niveau très bas des taux d'intérêt à long terme (**graphique 5a**).



Mais en réalité, la corrélation entre la pente de la courbe des taux d'intérêt et la croissance future qui était présente dans les années 1970-80 a disparu depuis les années 1990 (graphiques 5b/c, Tableaux 1a/b).



**Tableau 1a : États-Unis : corrélations entre l'écart de taux d'intérêt sur les emprunts d'État et le PIB volume**

	PIB volume (GA en %)									
	Période	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	
Écart : taux 10 ans - taux 1 an Gov. (en %)	1970 - 1979	0,11	0,38	0,64	0,79	0,81	0,73	0,61	0,41	
	1980 - 1989	0,35	0,43	0,57	0,62	0,68	0,67	0,54	0,51	
	1990 - 1999	-0,30	-0,21	-0,17	-0,13	-0,13	-0,18	-0,17	-0,15	
	2000 - 2009	-0,38	-0,21	-0,01	0,18	0,33	0,46	0,57	0,63	
	2010 - 2019	-0,09	0,10	0,29	0,41	0,48	0,48	0,44	0,41	

Source : Calculs NATIXIS

**Tableau 1b : Zone euro : corrélations entre l'écart de taux d'intérêt sur les emprunts d'État et le PIB volume**

	PIB volume (GA en %)									
	Période	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	
Écart : taux 10 ans - taux 1 an Gov. (en %)	1970 - 1979	-	-	-	-	-	-	-	-	
	1980 - 1989	-0,57	-0,61	-0,68	-0,76	-0,81	-0,85	-0,82	-0,77	
	1990 - 1999	-0,12	-0,30	-0,49	-0,65	-0,75	-0,76	-0,73	-0,66	
	2000 - 2009	0,71	0,49	0,16	-0,13	-0,36	-0,51	-0,54	-0,52	
	2010 - 2019	-0,36	-0,32	-0,06	-0,04	-0,03	-0,05	-0,04	0,00	

Source : Calculs NATIXIS

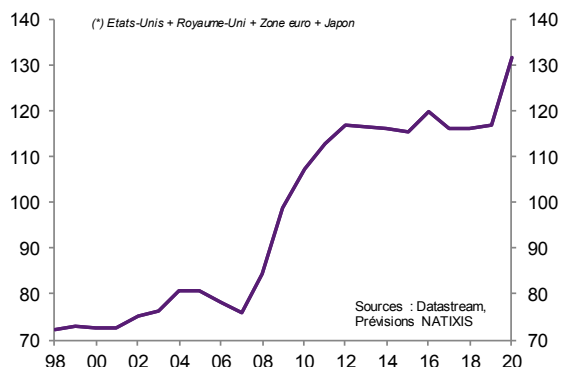
Il faut comprendre que dans les économies contemporaines :

- d'une part, comme on l'a vu plus haut, la corrélation entre cycle économique et inflation est devenue faible ; l'anticipation d'une reprise économique n'implique plus une hausse de l'inflation anticipée qui fait monter les taux d'intérêt ;
- d'autre part, les Banques Centrales interviennent sur les marchés obligataires, ce qui implique que les taux d'intérêt à long terme sont administrés et ne sont presque plus des prix de marché.

## Mécanisme usuellement accepté n° 6 : une hausse forte de l'endettement public conduit à une perte de solvabilité budgétaire

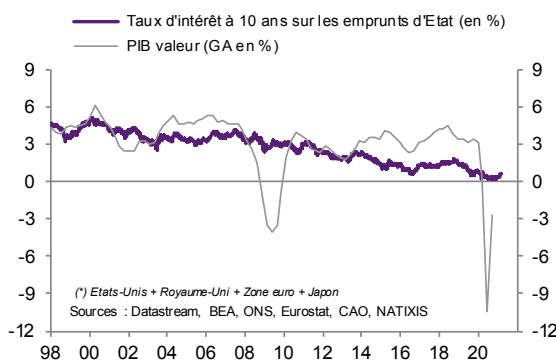
La forte hausse de l'endettement public dans les pays de l'OCDE (graphique 6a) fait craindre à beaucoup la perte de la solvabilité budgétaire et une crise des dettes publiques dans le futur, ou bien la nécessité de passer à une politique budgétaire très restrictive.

**Graphique 6a**  
OCDE\* : dette publique (en % du PIB valeur)



Mais il faut comprendre le caractère très particulier de la situation où le taux d'intérêt à long terme est inférieur à la croissance nominale de l'économie (graphique 6b).

**Graphique 6b**  
OCDE\* : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et PIB valeur



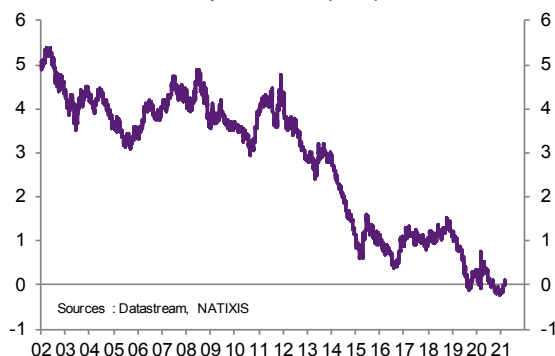
Dans cette configuration, il ne peut plus y avoir de perte de la solvabilité budgétaire, puisque la croissance de la dette (le taux d'intérêt) est inférieure à la croissance du revenu. Les contraintes usuelles de solvabilité budgétaire, qui justifient les règles budgétaires, ne reviendront dans les pays de l'OCDE que lorsque les taux d'intérêt repasseront au-dessus des taux de croissance.

## Mécanisme usuellement accepté n° 7 : la baisse des taux d'intérêt stimule l'investissement et fait baisser le taux d'épargne

On s'attend normalement à ce qu'une baisse du taux d'intérêt stimule l'investissement et fasse reculer l'épargne. Mais la situation est en réalité différente. Prenons l'exemple de la zone euro. Les taux d'intérêt à long terme ont beaucoup baissé (graphique 7a).

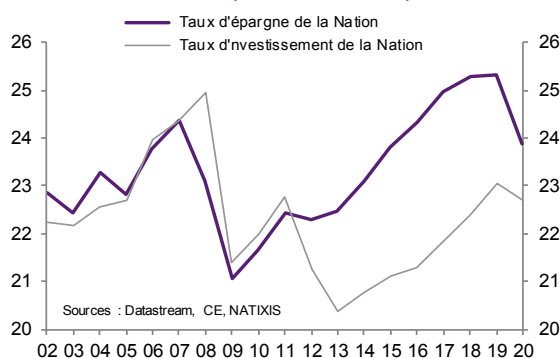


**Graphique 7a**  
Zone euro : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Pourtant, depuis le début des années 2010, il est apparu au contraire un **excès de l'épargne sur l'investissement (graphique 7b)**.

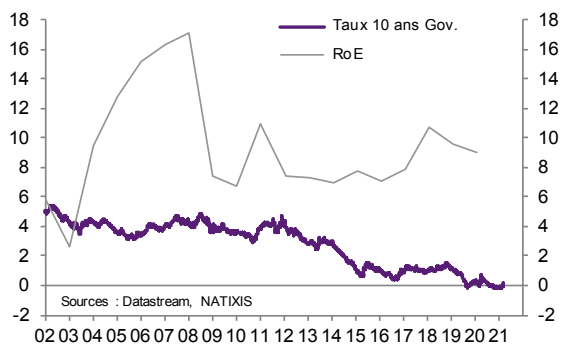
**Graphique 7b**  
Zone euro : taux d'épargne et d'investissement de la Nation (en % du PIB valeur)



La baisse des taux d'intérêt n'a donc pas eu du tout l'effet attendu. Pourquoi ?

- **d'abord, la baisse des taux d'intérêt n'a pas entraîné une baisse similaire de l'exigence de rentabilité du capital (graphique 7c).**

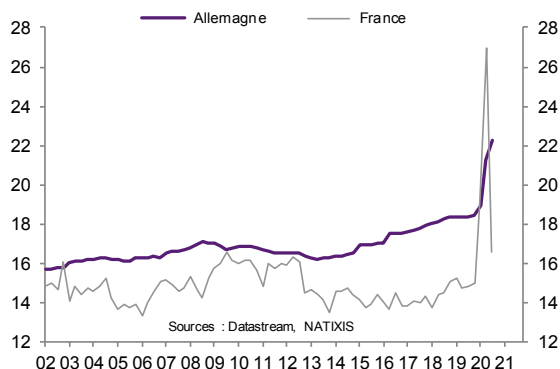
**Graphique 7c**  
Zone euro : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et RoE (en %)



Si la rentabilité exigée du capital est restée élevée malgré la baisse des taux d'intérêt, il est normal que l'investissement n'ait pas été soutenu ;

- **ensuite, il peut y avoir effet de revenu sur l'épargne** : un taux d'intérêt bas pousse à épargner davantage si les agents économiques cherchent à stabiliser le revenu de leur épargne malgré la baisse des taux d'intérêt. C'est clairement ce qu'on a observé pour les ménages allemands et français (**graphique 7d**).

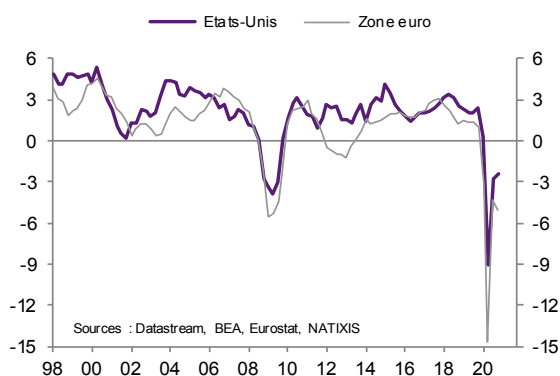
**Graphique 7d**  
Taux d'épargne brute des ménages (en %)



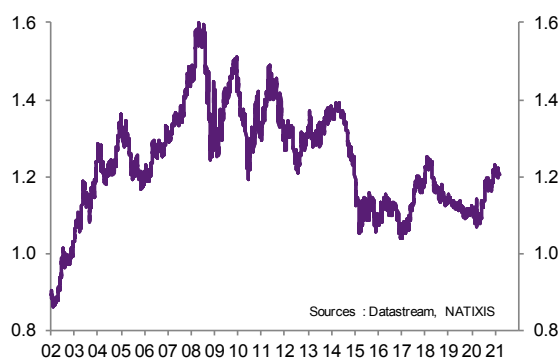
## Mécanisme usuellement accepté n° 8 : un pays dont la croissance est plus forte a une appréciation de son taux de change

Les stratégestes de taux de change affirment souvent que lorsqu'un pays a une croissance plus forte qu'un autre, son taux de change va s'apprécier parce que ce pays va attirer des capitaux. **Malheureusement, ceci n'est pas conforme aux faits.** Aux États-Unis, la croissance a été plus forte qu'en Europe du début des années 2000 jusqu'à la crise des subprimes (**graphique 8a**) et pourtant, de 2002 à 2008, le dollar se déprécie par rapport à l'euro (**graphique 8b**). Ceci se répète à nouveau en 2020.

**Graphique 8a**  
PIB volume (GA en %)

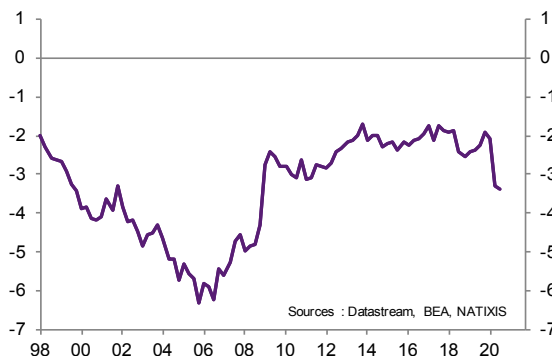


**Graphique 8b**  
Taux de change euro-dollar (1€ = ...\$)

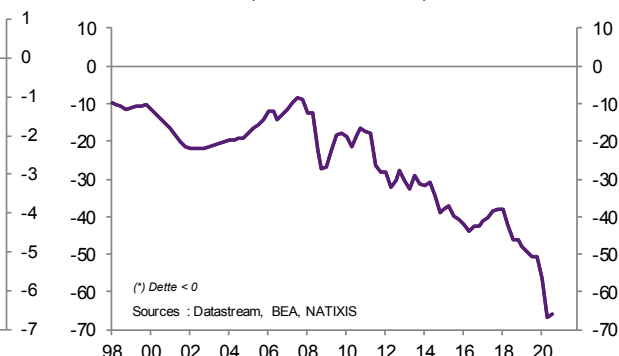


**Ce n'est donc pas du tout parce qu'un pays a une croissance forte que sa monnaie s'apprécie.** Que peut-il se passer ? Comme aux États-Unis de 2002 à 2008, la forte croissance peut entraîner un déficit extérieur important et une forte accumulation de dette extérieure (**graphiques 8c/d**), et la difficulté à financer cette dette conduit à une dépréciation du change (qui d'une part attire des capitaux si elle fait anticiper une réappréciation du taux de change, d'autre part réduit la valeur en devises de la dette extérieure du pays, donc la rend acceptable).

**Graphique 8c**  
Etats-Unis : balance courante (en % du PIB valeur)



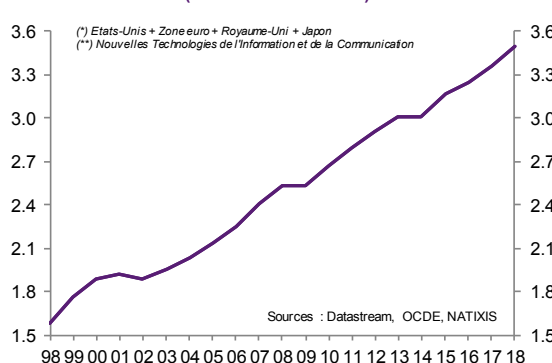
**Graphique 8d**  
Etats-Unis : dette extérieure nette\* (en % du PIB valeur)



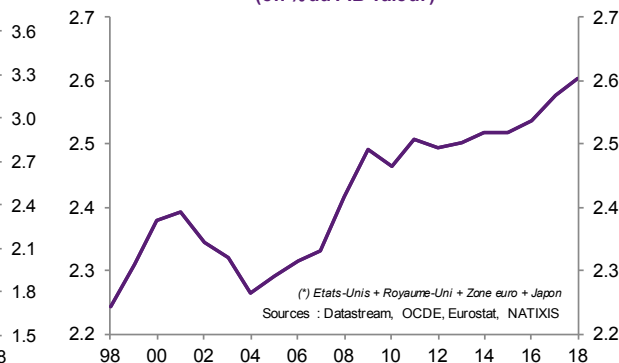
## Mécanisme habituellement accepté n° 9 : le développement des Nouvelles Technologies est favorable à la croissance de long terme

Les pays de l'OCDE ont fortement accru leur effort d'innovation, de robotisation, de modernisation des entreprises (graphiques 9a/b/c).

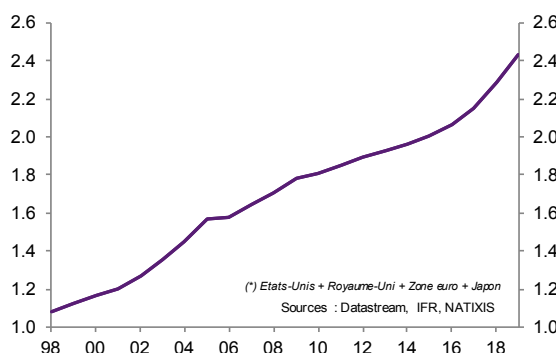
**Graphique 9a**  
OCDE\* : investissement NTIC\*\* y compris logiciels (en % du PIB volume)



**Graphique 9b**  
OCDE\* : dépenses de R&D totales (en % du PIB valeur)

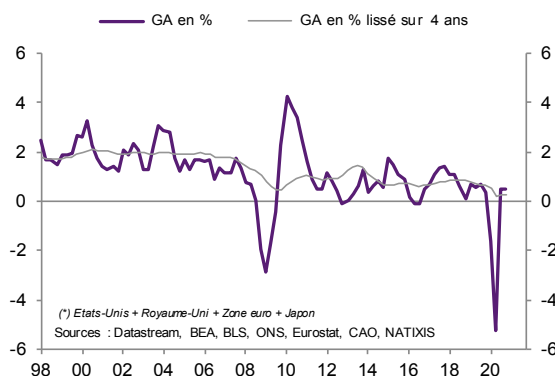


**Graphique 9c**  
OCDE\* : stock de robots industriels (pour 100 emplois manufacturiers)



Pourtant les gains de productivité ont diminué (graphique 9d).

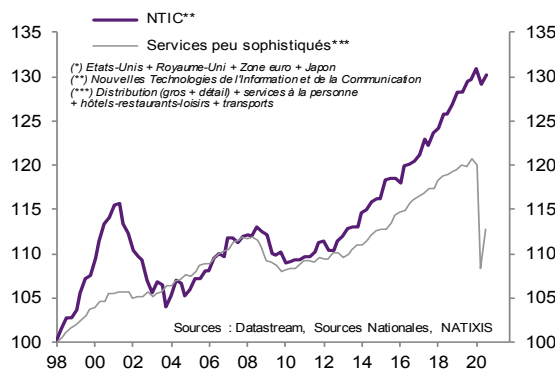
**Graphique 9d**  
OCDE\* : productivité par tête



Que le **développement des Nouvelles Technologies et la modernisation des entreprises ne conduisent pas à des gains de productivité plus rapide** est choquant. Cela peut venir :

- de ce que, en parallèle, l'emploi dans les services peu sophistiqués s'est beaucoup développé (**graphique 9e**) ;

**Graphique 9e**  
OCDE\* : emploi par secteur (100 en 1998:1)



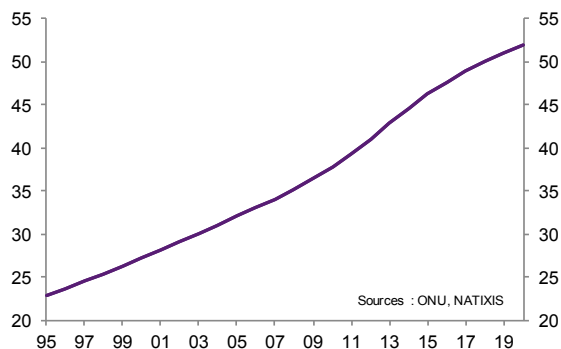
- de la concentration des entreprises, qui conduit à des entreprises ayant des positions dominantes et faisant donc peu d'efforts pour améliorer leur productivité ;
- du développement rapide des emplois de « back office » rendus nécessaires par l'utilisation des Nouvelles Technologies (sécurité, déontologie...).

## **Mécanisme usuellement accepté n° 10 : le vieillissement démographique conduit à l'insuffisance d'épargne et à l'inflation**

**En principe**, puisque les retraités sont des consommateurs non producteurs, **le vieillissement démographique conduit à la baisse du taux d'épargne, à une situation d'insuffisance d'épargne (d'excès de demande) et à l'inflation.**

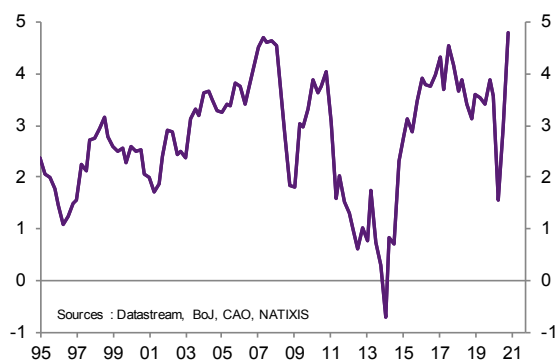
Cet argument est souvent invoqué pour analyser les perspectives de l'inflation. **Mais le cas du Japon montre que ce mécanisme est loin d'être clair.** Il y a eu au Japon un vieillissement démographique rapide et précoce (**graphique 10a**).

**Graphique 10a**  
Japon : population de plus de 65 ans  
(en % de la population âgée de 20 à 64 ans)

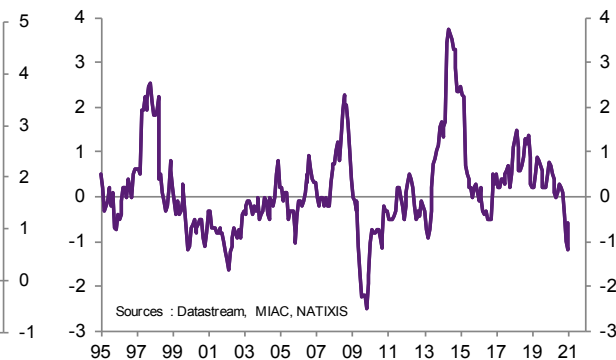


Pourtant, on n’y observe pas d’insuffisance d’épargne (le Japon a toujours un excédent extérieur, **graphique 10b**) et on n’y observe pas d’inflation (**graphique 10c**) sauf lorsqu’il y a hausse de la TVA (2014-2019) ou forte dépréciation du yen (2013-2014).

**Graphique 10b**  
Japon : balance courante (en % du PIB valeur)

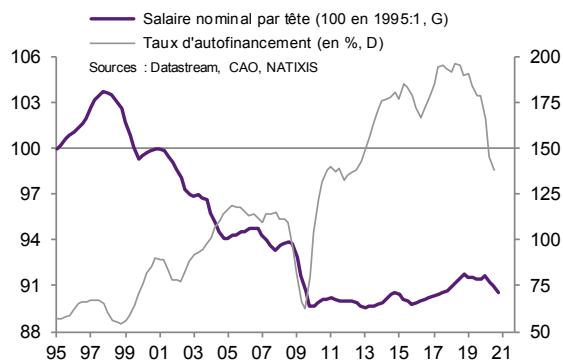


**Graphique 10c**  
Japon : inflation (CPI, GA en %)



L’explication vient essentiellement du marché du travail : sa forte déréglementation a affaibli les salaires et a conduit, avec des salaires bas, à une forte épargne des entreprises (**graphique 10d**).

**Graphique 10d**  
Japon : salaire nominal par tête et taux d’autofinancement



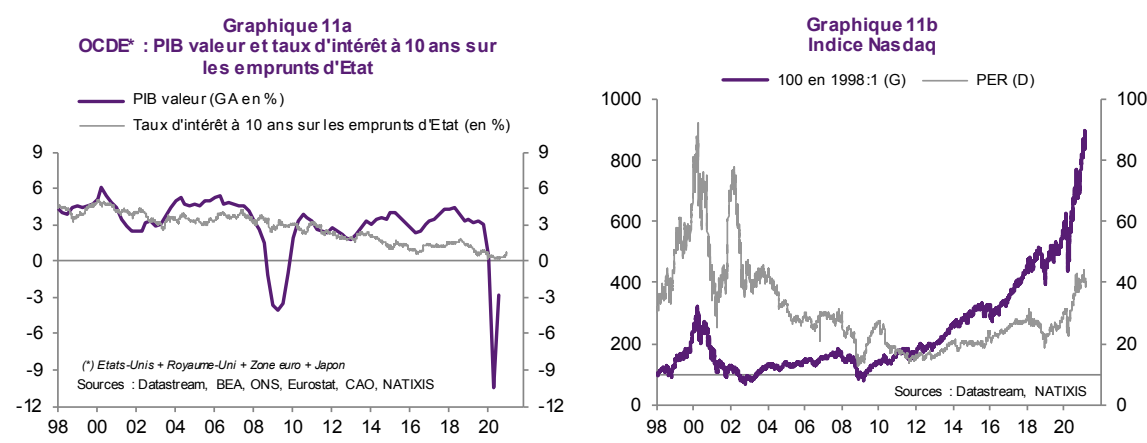
Il reste qu’il faut donc être très prudent quand on veut associer vieillissement démographique et inflation.

## Mécanisme usuellement accepté n° 11 : le prix d'un actif est lié à la valeur actualisée des revenus futurs qu'il procure

On s'attend traditionnellement à ce que le prix d'une action corresponde à la valeur actualisée des dividendes futurs et le prix d'un bien immobilier à la valeur actualisée des loyers futurs.

Mais dans un environnement où les taux d'intérêt sont inférieurs à la croissance de long terme (graphique 11a), ceci n'est plus possible : la somme actualisée des dividendes ou loyers futurs tend vers l'infini, n'est plus calculable.

Il n'y a donc plus de valeur fondamentale d'un actif à laquelle on puisse se référer. Ceci ouvre la voie à une forte instabilité financière (ce qu'on voit par exemple sur les cours des actions technologiques aux États-Unis, graphique 11b), puisque la force de rappel vers la valeur fondamentale n'existe plus, et que tout prix d'actif peut sembler convenable.



## Synthèse : faire très attention avant d'utiliser un « mécanisme traditionnel » de l'économie

Ce qui précède montre qu'il faut être très prudent avant d'utiliser dans un raisonnement ou une prévision un mécanisme habituel de l'économie. Nous avons vu que dans les économies contemporaines :

- la baisse du chômage ou la création monétaire n'amenait pas l'inflation ;
- les Banques Centrales n'ont plus réellement un objectif d'inflation ;
- la dépréciation du change est mauvaise pour la croissance ;
- les taux d'intérêt à long terme ne sont pas des indicateurs avancés de la croissance future, et leur baisse n'a pas l'effet attendu sur l'épargne et l'investissement ;
- avec des taux d'intérêt inférieurs à la croissance, la hausse de l'endettement public ne conduit pas à la perte de la solvabilité budgétaire et les prix des actifs ne sont plus liés à la valeur actualisée des revenus futurs qu'ils procurent ;
- un pays à croissance forte n'a pas nécessairement une monnaie qui s'apprécie ;
- le développement des Nouvelles Technologies n'augmente pas la croissance potentielle ;
- le vieillissement démographique ne conduit pas à l'insuffisance d'épargne et à l'inflation.