NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

5 octobre 2020 - 1116

Que fera-t-on lorsque la dernière tentative de politique échouera ?

Depuis le début des années 2000, les pays de l'OCDE mettent en place des politiques économiques stimulantes dont l'objectif est de soutenir la demande, affaiblie par le partage des revenus défavorable aux salariés, et la croissance potentielle, affaiblie par l'effet des crises sur l'accumulation de capital.

Ces politiques ont successivement consisté :

- en l'endettement du secteur privé, en particulier des ménages ;
- en l'endettement public ;
- en « l'Helicopter Money », les déficits publics (transferts publics) monétisés par les Banques Centrales.

Cette dernière tentative de politique économique stimulante échouera, en raison de l'instabilité financière (bulles sur les prix des actifs, recherche d'actifs refuge) induite. Que se passera-t-il alors ?

- soit il faudra se risquer à une croissance faible non « dopée » ;
- soit il faudra un équilibre tout à fait différent : une baisse de la rentabilité exigée du capital permettant une progression plus rapide des salaires, et une croissance tirée par les revenus d'activité des ménages.

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

www.research.natixis.com

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

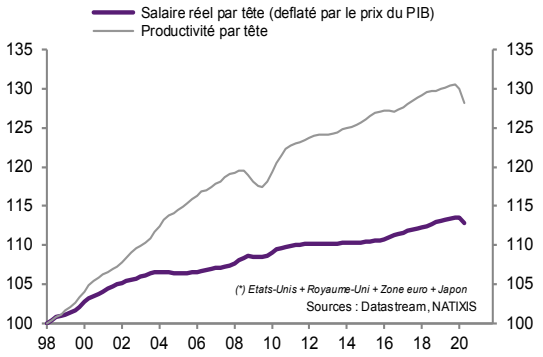
ECONOMIC RESEARCH

Une succession de politiques économiques stimulantes

Les pays de l'OCDE ont voulu, depuis le début des années 2000, **mener des politiques économiques stimulantes,** probablement pour deux raisons essentielles :

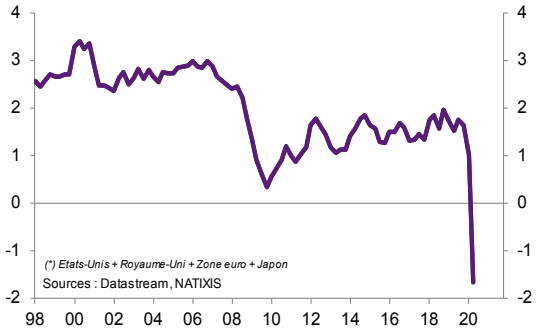
- **la faiblesse spontanée de la demande,** en raison de la **déformation du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 1) ;**

Graphique 1
OCDE* : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1998:1)

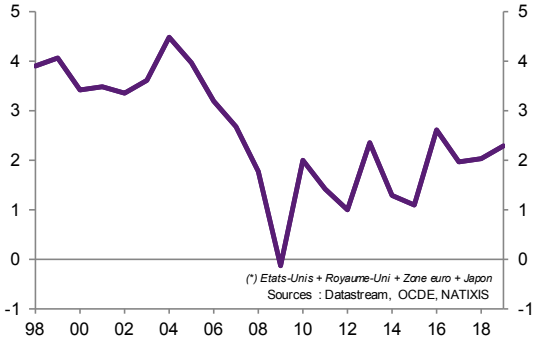


- **le recul de la croissance potentielle (graphique 2a),** liée à **l'affaiblissement de l'accumulation de capital après les crises (graphique 2b).**

Graphique 2a
OCDE* : croissance potentielle (volume, GA en %)



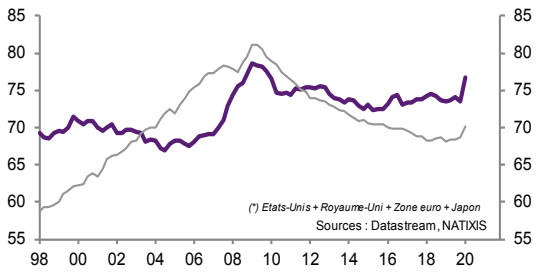
Graphique 2b
OCDE* : stock net de capital total
(volume, en % par an)



Ces politiques stimulantes ont pris trois formes différentes successives au cours du temps.

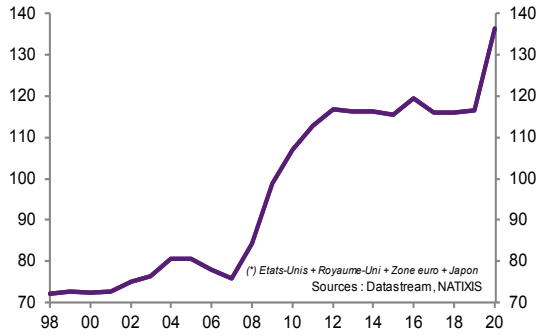
1- **L'endettement du secteur privé,** en particulier des ménages **(graphique 3)** jusqu'à la crise des subprimes de 2008-2009.

Graphique 3
OCDE* : dette des entreprises et dette des ménages
(en % du PIB valeur)



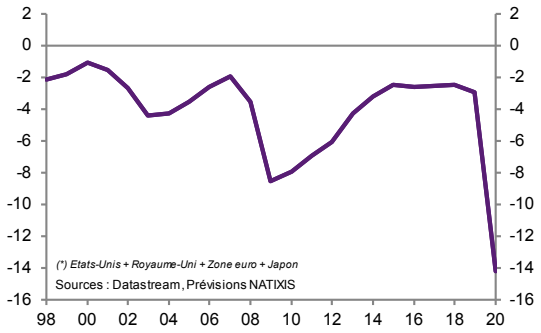
2- L'endettement du secteur public (graphique 4) à partir de la crise des subprimes.

Graphique 4
OCDE* : dette publique (en % du PIB valeur)

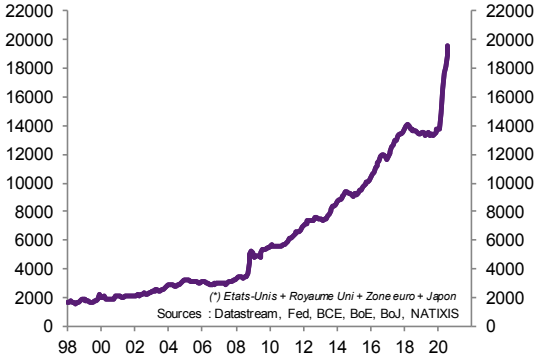


3- Les déficits publics monétisés, surtout depuis la crise de la Covid **(graphiques 5a/b), qui sont équivalents à l'Helicopter Money,** c'est-à-dire à des transferts publics aux ménages et aux entreprises financés par la création monétaire.

Graphique 5a
OCDE* : déficit public (en % du PIB valeur)

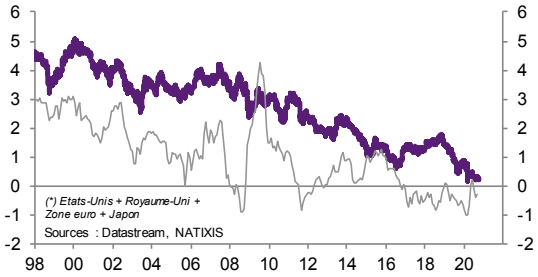


Graphique 5b
OCDE* : base monétaire (Md $)



Cette troisième version des politiques économiques stimulantes est particulièrement impressionnante, par la taille des déficits publics et de la création monétaire, par le maintien induit de taux d'intérêt extrêmement faibles **(graphique 6)** malgré les déficits publics.

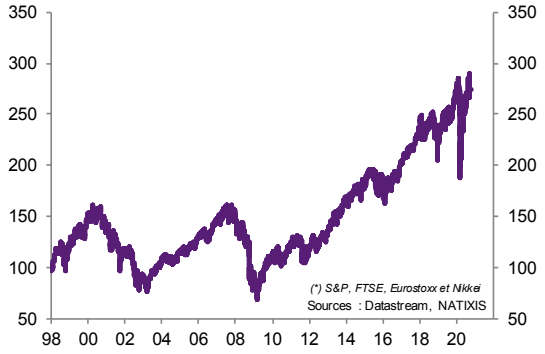
Graphique 6
OCDE* : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



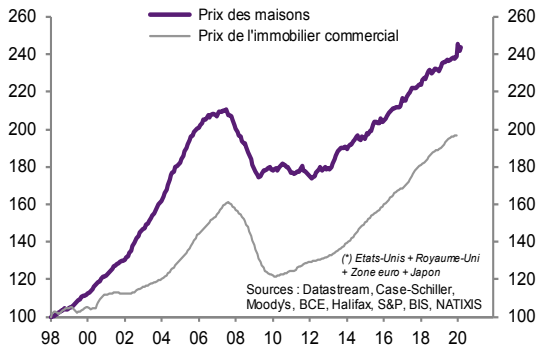
Mais cette troisième tentative de politique économique finira par échouer

Les déficits publics monétisés, l'Helicopter Money, **sont efficaces à court terme** puisqu'il y a soutien du revenu des ménages et des entreprises dans un environnement de taux d'intérêt très bas. Mais cette **troisième tentative de politique économique échouera en raison de l'instabilité financière qu'elle va faire apparaître.** La progression très rapide de l'offre de monnaie (graphique 5b plus haut) et les taux d'intérêt réels négatifs (graphique 6 plus haut) conduiront à terme à des **bulles sur les prix des actifs (graphiques 7a/b), à la recherche d'actifs refuge** (or, franc suisse, **graphique 7c**, monnaies privées) avec la crainte de perte de valeur de la monnaie.

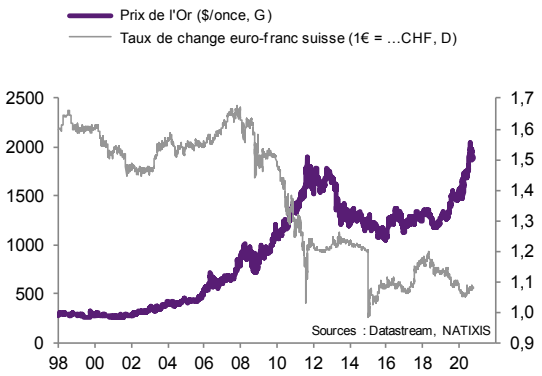
Graphique 7a
OCDE* : indices boursiers (100 en 1998:1)



Graphique 7b
OCDE* : prix des maisons et de l'immobilier commercial (100 en 1998:1)



Graphique 7c
Prix de l'Or et taux de change euro-franc suisse



Les bulles sur les prix des actifs seront rejetées socialement et politiquement, avec la hausse des inégalités patrimoniales, avec les difficultés d'accès au logement…

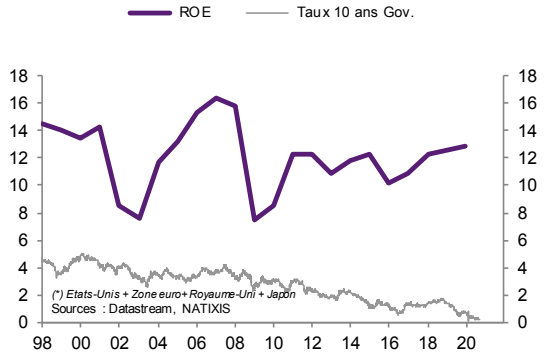
Synthèse : que se passera-t-il quand la troisième tentative de politique stimulante échouera ?

La troisième tentative de politique économique stimulante (les déficits publics monétisés, l'Helicopter Money) échouera donc en raison de l'instabilité financière qu'elle va faire apparaître. Que se passera-t-il alors ?

- **Soit il faudra se résigner à une croissance plus faible, en l'absence de politique économique stimulante ;**

- **soit il faudra basculer à un autre équilibre économique, où une rentabilité plus faible du capital sera acceptée (graphique 8), ce qui permettra d'avoir une croissance plus rapide des salaires** (graphique 1 plus haut) **et de soutenir la demande par la progression des revenus salariaux des ménages sans soutien particulier de la politique économique.**

Graphique 8
OCDE* : ROE et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Une demande des ménages spontanément plus forte, sans soutien des politiques budgétaires et monétaires, conduirait aussi à un besoin d'investissement et à une croissance potentielle plus élevés, mais ceci n'est pas compatible avec l'énorme écart observé aujourd'hui (graphique 8 ci-dessus) entre la rentabilité exigée du capital et les taux d'intérêt sans risque, dont le maintien force les entreprises à la compression des salaires.