NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

27 novembre 2020 - 1355

Quelles grandes caractéristiques de l'économie et des marchés financiers dans les années 2020 après la crise de la Covid ?

Nous pensons que l'économie et les marchés financiers des pays de l'OCDE vont être caractérisés, après la crise de la Covid, de manière structurelle :

- par une croissance potentielle faible, après la destruction de croissance de long terme due à la crise de la Covid ;
- par une inflation initialement faible, mais qui pourrait ensuite augmenter avec le vieillissement, les relocalisations, la transition énergétique ;
- par une politique budgétaire restant expansionniste, avec les difficultés sociales créées par la crise de la Covid, avec les besoins nouveaux d'investissements publics ;
- par une politique monétaire restant expansionniste, avec les nouvelles stratégies des Banques Centrales, avec la nécessité de continuer à monétiser les déficits publics ;
- par des taux d'intérêt réels restant très faibles (négatifs) d'une part avec la politique monétaire expansionniste, d'autre part avec la situation globale d'excès ex ante d'épargne ;
- par des bulles sur les prix des actifs, avec les politiques monétaires expansionnistes et les taux d'intérêt réels très faibles, donc avec une contradiction entre la croissance faible et la hausse des prix des actifs ;
- enfin par une tension politique et sociale forte, s'il y a croissance faible, donc faible progression des salaires, séquelles de la crise de la Covid, et en même temps rapide enrichissement patrimonial.

Cette économie qui va apparaître est au total « bizarre » : croissance faible, forte hausse des prix des actifs et redressement de l'inflation ; poursuite de politiques économiques très expansionnistes, avec une perte d'inhibition des gouvernements et des Banques Centrales, taxation permanente des épargnants avec les taux d'intérêt réels négatifs.

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

www.research.natixis.com

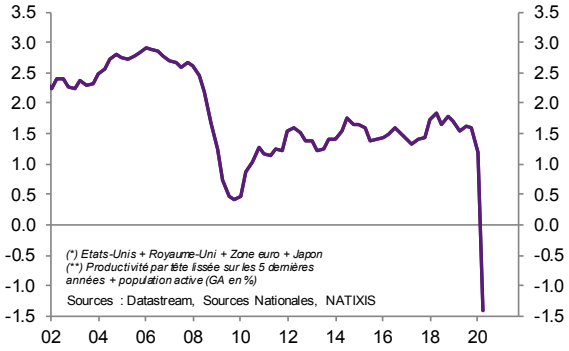
Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

ECONOMIC RESEARCH

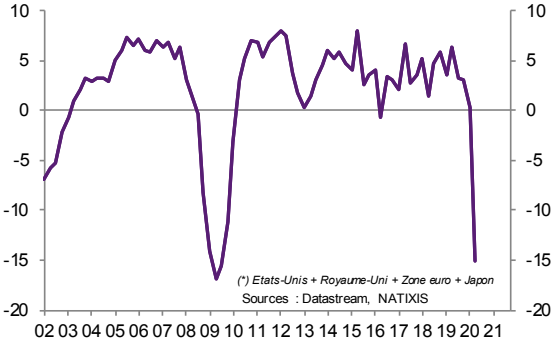
Croissance potentielle faible, redressement progressif de l'inflation

La crise de la Covid va détruire de la croissance potentielle, comme cela avait été le cas pour la crise des subprimes **(graphique 1a)**, avec le recul de l'investissement **(graphique 1b)**, avec la destruction de capital humain par la hausse du chômage **(graphique 1c)** et les difficultés durables de certains secteurs d'activité.

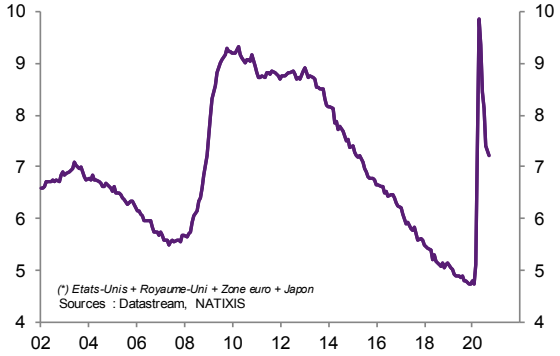
Graphique 1a
OCDE* : croissance potentielle (volume)**



Graphique 1b
OCDE* : investissement des entreprises volume (GA en %)

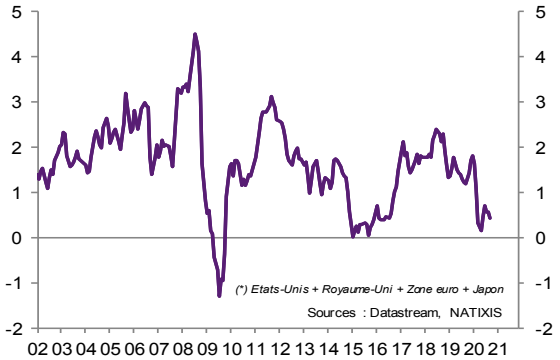


Graphique 1c
OCDE* : taux de chômage (en %)

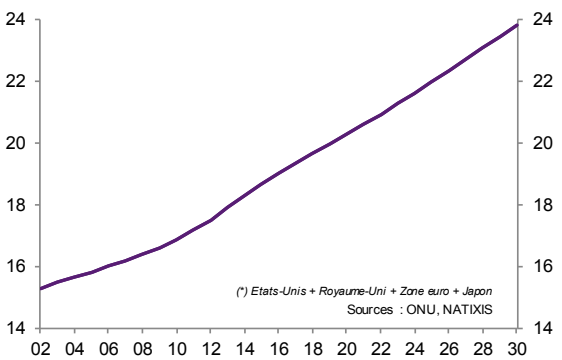


La hausse du chômage conduit **initialement à une inflation faible (graphique 1d)**, mais **progressivement l'inflation devrait augmenter** avec le vieillissement démographique **(graphique 1e)**, avec les relocalisations d'activités depuis les pays émergents **(graphique 1f)**, avec les prix plus élevés des énergies renouvelables.

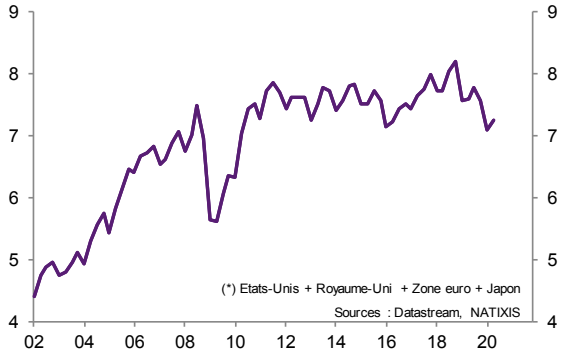
Graphique 1d
OCDE* : inflation (CPI, GA en %)



Graphique 1e
OCDE* : population de plus de 65 ans (en % de la population totale)



Graphique 1f
OCDE* : importations valeur depuis les émergents hors OPEP et Russie (en % du PIB valeur)

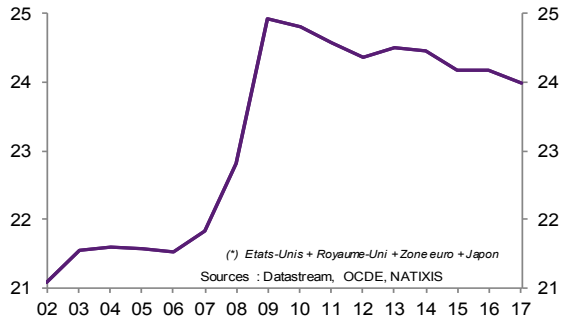


On doit donc s'attendre à moyen terme à une croissance assez faible et à une remontée progressive de l'inflation.

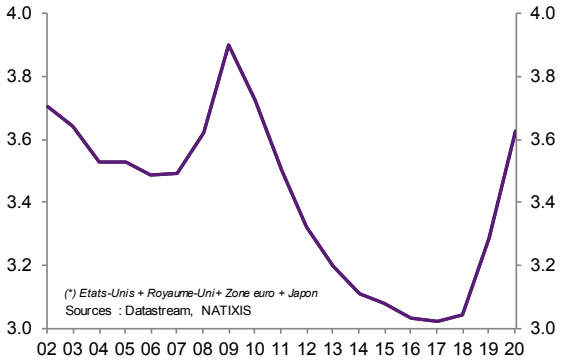
Politiques budgétaire et monétaire restant expansionnistes

La crise de la Covid fait apparaître un **besoin accru de dépenses sociales (graphique 2a)** avec les pertes d'emplois, la hausse de la pauvreté, et il apparaît aussi un **besoin accru d'investissements publics (graphique 2b)**, dans la transition énergétique, dans le développement de nouvelles industries.

Graphique 2a
OCDE* : dépenses publiques de retraite, santé, éducation, famille, logement, marché du travail (en % du PIB valeur)

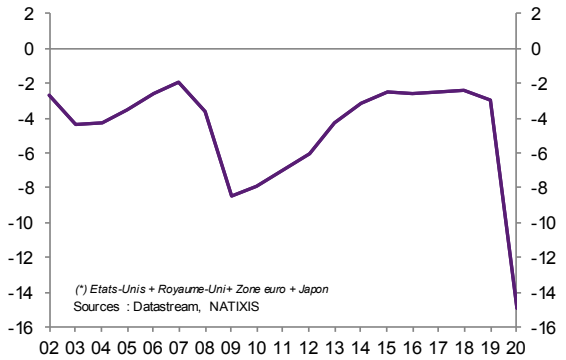


Graphique 2b
OCDE* : investissement public (en % du PIB valeur)



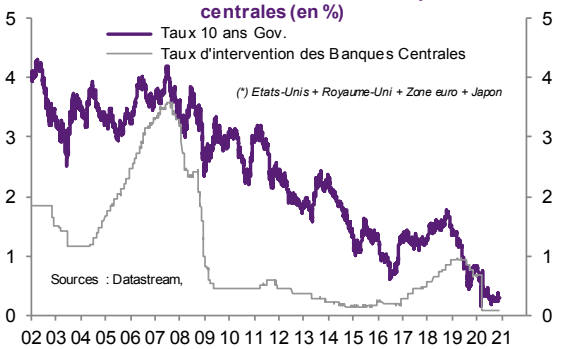
Les politiques budgétaires vont donc rester expansionnistes (graphique 2c).

Graphique 2c
OCDE* : déficit public (en % du PIB valeur)

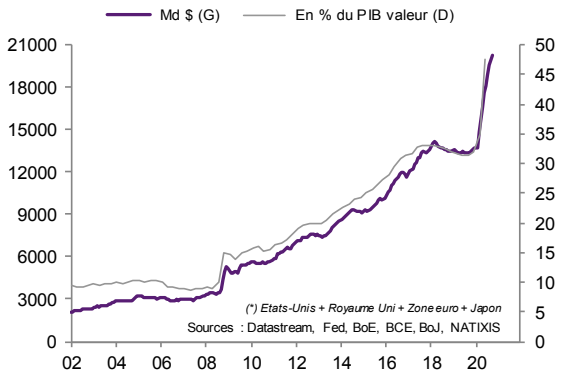


De même, les politiques monétaires vont rester expansionnistes : d'une part les Banques Centrales ont changé de stratégie, elles veulent amener à un taux de chômage très faible ; d'autre part, les déficits publics élevés inciteront les Banques Centrales à maintenir la monétisation des déficits publics. Il faut donc s'attendre à des taux d'intérêt restant bas **(graphique 2d)** et à une prolongation de l'expansion monétaire, de la création de monnaie par les Banques Centrales **(graphique 2e)**.

Graphique 2d
OCDE* : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux d'intervention des banques centrales (en %)



Graphique 2e
OCDE* : base monétaire

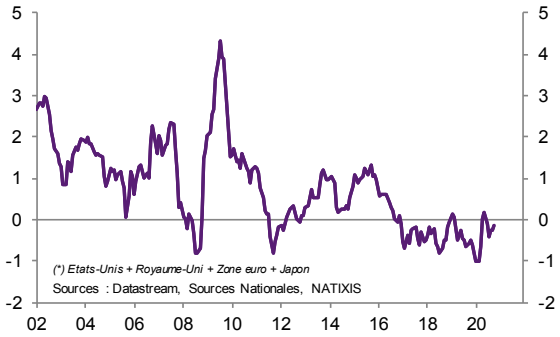


Il faut donc s'attendre à un policy-mix restant très expansionniste.

Taux d'intérêt réels à long terme très bas, bulles sur les prix des actifs

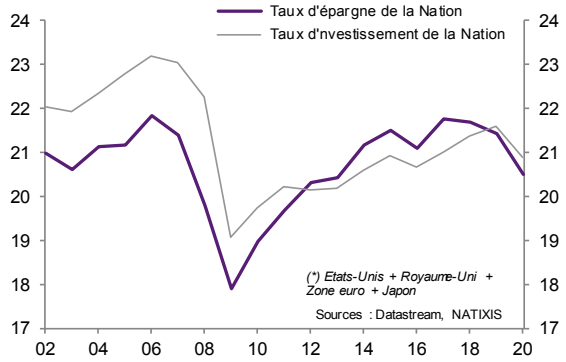
Deux mécanismes peuvent aboutir à des **taux d'intérêt réels à long terme durablement négatifs (graphique 3a)** :

Graphique 3a
OCDE* : taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %, déflaté par le CPI)

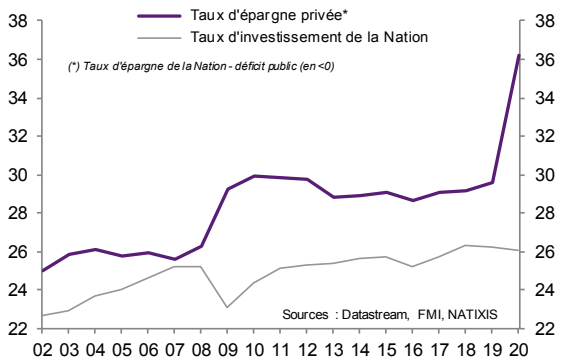


- la politique monétaire expansionniste vue ci-dessus ;
- une situation chronique d'excès, ex ante, de l'épargne sur l'investissement, au niveau de l'OCDE **(graphique 3b)**, mais aussi au niveau du Monde (les obligations de l'OCDE sont achetées dans le Monde entier), où le taux d'épargne et le taux d'épargne privée ont nettement augmenté **(graphique 3c)**.

Graphique 3b
OCDE* : taux d'épargne et d'investissement de la Nation (en % du PIB valeur)

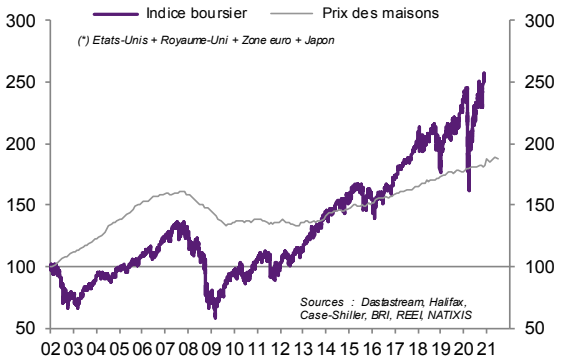


Graphique 3c
Monde : taux d'épargne privée* et taux d'investissement de la Nation (en % du PIB valeur)



Avec la politique monétaire très expansionniste, l'abondance de la liquidité et les taux d'intérêt réels à long terme négatifs, il faut aussi **attendre l'apparition de bulles sur les prix des actifs (graphique 3d)**, c'est à dire d'une **contradiction durable entre la croissance faible et la hausse rapide des prix des actifs**.

Graphique 3d
OCDE* : prix des maisons et indice boursier (100 en 2002:1)



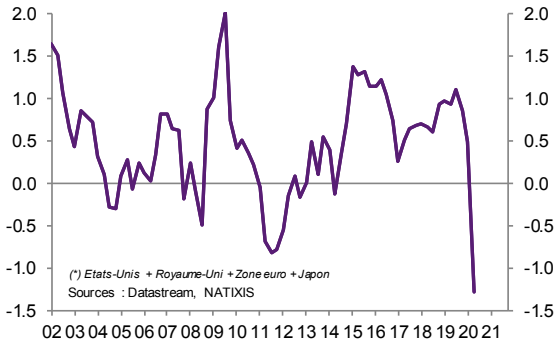
Tension politique et sociale

Enfin, il est probable que la décennie qui vient va être caractérisée par une **tension politique et sociale forte**. En effet :

- **la crise de la Covid laisse des séquelles** : chômage structurel en hausse **(graphique 1c)**, secteurs d'activité durablement affaiblis (aéronautique, transport aérien, distribution traditionnelle, énergies fossiles, automobile…) ;

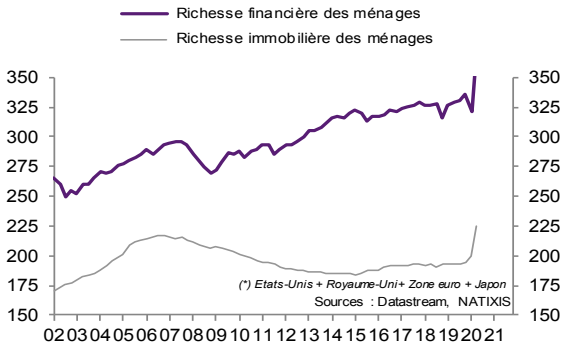
- la faiblesse de la croissance potentielle entraînera **la faiblesse de la croissance du salaire réel (graphique 4a)** ;

Graphique 4a
OCDE* : salaire réel par tête
(déflaté par le prix de consommation, GA en %)



- **il y aura une opposition choquante entre le chômage structurel élevé et les faibles hausses des salaires d'une part, l'enrichissement patrimonial (graphique 4b) avec les hausses des prix des actifs d'autre part**.

Graphique 4b
OCDE* : richesse financière et richesse immobilière des ménages
(en % du PIB valeur)



Synthèse : une économie bizarre

L'économie de l'OCDE qui se dessine dans les 10 prochaines années est donc « bizarre » :

- croissance faible et pourtant bulles sur les prix des actifs ;
- croissance faible et pourtant redressement de l'inflation ;
- fin du conservatisme des politiques économiques, avec des politiques budgétaire et monétaire restant très expansionnistes ;
- solvabilité budgétaire obtenue par la taxation des épargnants, avec les taux d'intérêt réels durablement négatifs.