

Flash Economie

5 mai 2020 - 538

Quelles sont les questions essentielles concernant la croissance, les problèmes économiques structurels, les marchés financiers, avec et après la crise du coronavirus ?

Nous nous interrogeons sur les mécanismes essentiels qui vont déterminer :

- la croissance ;
- la situation structurelle des économies ;
- les marchés financiers,

après la crise du coronavirus.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Au-delà de la situation de 2020

La situation de 2020 commence à être à peu près bien perçue : le recul de la croissance dû aux mesures de confinement est très important, et la réaction de la politique économique a été un déficit public massif visant à soutenir les revenus des ménages et des entreprises et à limiter autant que possible la hausse des faillites d'entreprises et du chômage (**tableau 1**).

Tableau 1 : croissance et déficit public en 2020

	Croissance (en %)	Déficit public (en % du PIB valeur)
Etats-Unis	-6,6	19
Zone euro	-7,5	8
Japon	-4,2	8
Royaume-Uni	-7,0	10
OCDE*	-6,7	14

(*) Etats-Unis, Zone euro, Japon et Royaume-Uni

Source : prévisions NATIXIS

S'il n'y a pas de seconde vague de l'épidémie, **l'incertitude porte donc plus sur la reprise économique**, à partir de la fin de 2020, que sur le court terme.

Les obstacles à une reprise forte

Nous pensons que le scénario le plus probable est **un scénario de reprise économique, à partir de la fin de 2020, avec une croissance supérieure à la croissance potentielle, mais avec rattrapage lent** en raison de nombreux obstacles à une reprise forte. Dans la zone euro, par exemple avec une croissance potentielle de 1,5%, nous attendons 4,5% de croissance en 2021 et 2,5% en 2022.

1. L'endettement des entreprises

Les entreprises accumulent un endettement très important pour compenser une partie de la baisse de leur chiffre d'affaires. Un endettement important des entreprises conduit normalement à **une faiblesse durable de l'investissement des entreprises et de l'emploi**.

2. L'épargne des ménages

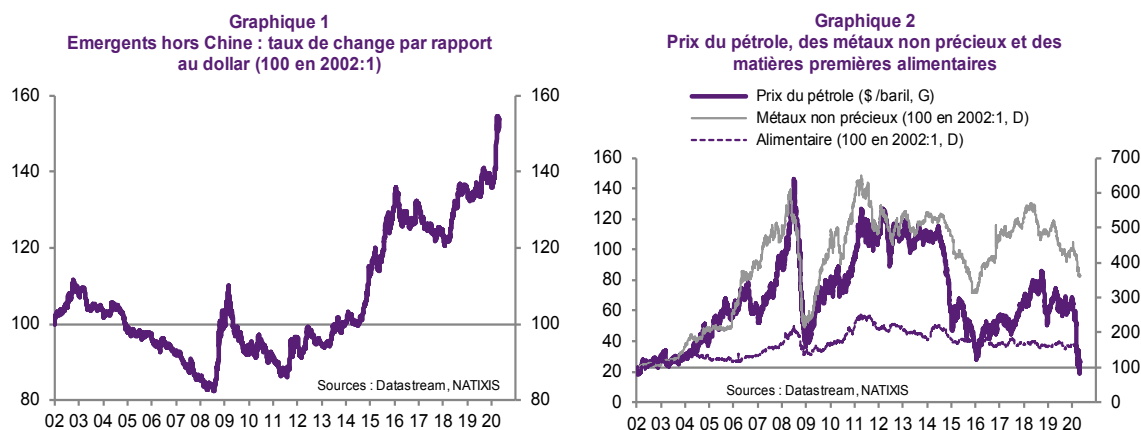
Pendant le confinement, les ménages accumulent une **épargne forcée** importante, puisqu'ils ne peuvent pas consommer. Le risque est que cette épargne forcée se transforme en une **épargne de précaution** en raison de la persistance de l'incertitude et d'une forte aversion pour le risque.

3. La perte de productivité due aux mesures sanitaires

Les nouvelles mesures sanitaires (distanciation sociale, désinfection...) vont certainement **réduire la productivité horaire du travail** dans l'industrie, dans la construction, dans la restauration, dans la distribution (dans l'industrie et la construction, on peut estimer à 15% le recul de la productivité). Ceci à la fois va **accroître les coûts unitaires de production**, va réduire les profits et va conduire à des hausses de prix. **Ceci va aussi réduire la capacité de production**, donc réduire la croissance par un mécanisme d'offre.

4. La crise dans les pays émergents

Les pays émergents risquent d'être durablement en crise avec d'une part **les sorties très importantes de capitaux et en conséquence la dépréciation très importante du taux de change (graphique 1)** qui conduit à une perte de pouvoir d'achat dans ces pays avec la hausse des prix des importations ; **d'autre part avec la baisse des prix des matières premières (graphique 2)** qui résulte de la perte de niveau de production.



5. Une situation plus difficile encore aux Etats-Unis

La situation de l'économie américaine devrait être plus dégradée que celle des autres pays de l'OCDE par deux mécanismes : la forte hausse du chômage qui entraîne celle des défauts des ménages sur leurs crédits (voir plus bas) ; le recul du prix du pétrole qui met en difficulté toute l'industrie du pétrole aux Etats-Unis (graphique 2 ci-dessus).

Même si les gouvernements mettent en place **des plans de relance** (baisses d'impôts des entreprises, soutien à la création d'emplois et à la transition énergétique), **il faut donc s'attendre à un rattrapage lent de la perte de production de 2020.**

Ceci pose la question de la catégorie d'agents économiques qui porte le poids de la perte de revenu.

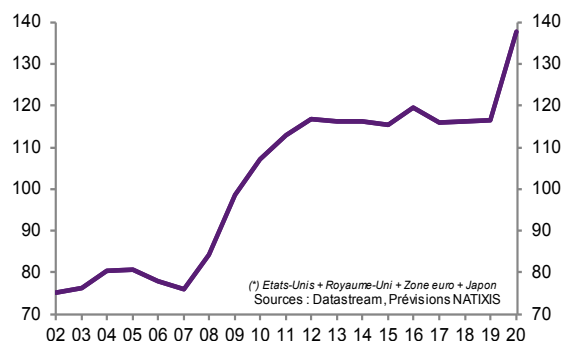
En 2020, au niveau macroéconomique (il existe bien sûr des groupes d'agents économiques très pénalisés), **ce sont les Etats qui ont supporté la perte de revenu due au confinement**, avec une hausse des déficits publics même supérieure à la perte de PIB (pour l'ensemble de l'OCDE, 12 points contre 8 points).

Mais qui supportera encore en 2021 la perte de revenu ? Est-ce que ce seront toujours les Etats, ou bien est-ce que ce seront de plus en plus les salariés avec en particulier la hausse du chômage ?

La question de l'endettement public

Les déficits publics très importants mis en place en 2020 (tableau 1 plus haut) conduisent, **d'un point de vue comptable, à une forte hausse du taux d'endettement public (graphique 3).**

Graphique 3
OCDE* : dette publique (en % du PIB valeur)



Beaucoup d'inquiétudes sont apparues au sujet des conséquences possibles de cette hausse de l'endettement public : crise des dettes dans la zone euro ; consolidation budgétaire, hausse de la pression fiscale ?

Mais il faut comprendre que cette dette publique est monétisée par les Banques Centrales.

Si une Banque Centrale achète irréversiblement, définitivement de la dette publique, cette dette publique est de fait annulée : elle devient gratuite (puisque les Banques Centrales reversent leurs profits aux Etats) et non remboursable.

D'un point de vue économique, et non comptable, il n'y a donc pas de hausse des taux d'endettement public, et aucune des inquiétudes citées plus haut n'est donc justifiée.

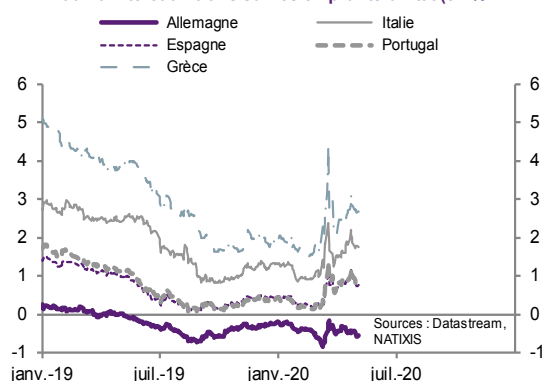
De fait, avec la politique économique mise en place, **il y a aujourd'hui « helicopter money »** : l'Etat fait un déficit public qui finance des transferts de revenu (par exemple en finançant le chômage partiel) ; ce déficit public est initialement financé par une émission obligataire mais ces obligations sont achetées par la Banque Centrale contre création monétaire. Tout se passe donc comme si la Banque Centrale donnait directement de la monnaie aux bénéficiaires du transfert public.

La question de l'Europe

Savoir si la crise sanitaire pourrait déboucher sur une crise de la zone euro est une question souvent posée.

D'un point de vue financier, la réponse est négative avec les interventions de la BCE (programme PEPP) **qui empêchent l'écartement des taux d'intérêt entre les pays de la zone euro (graphique 4)**. D'un point de vue économique, la mutualisation des déficits publics, qui va se prolonger (avec les émissions de la BEI, de l'ESM, de l'UE) fait apparaître un rôle positif de l'Europe qui peut éviter la montée de populisme anti-européen.

Graphique 4
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Les modifications structurelles de l'économie

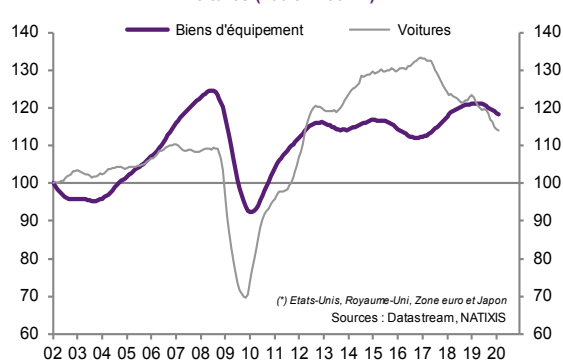
Après avoir regardé les perspectives de croissance dans la reprise économique, regardons maintenant **quelles modifications structurelles durables des économies on peut attendre**.

1. Une forte déformation de la situation sectorielle de l'économie

La structure sectorielle des économies va probablement fortement se déformer sous l'effet :

- de la hausse de l'aversion pour le risque, **d'où une volonté de désendettement des ménages et des entreprises, qui est défavorable à l'achat de biens durables** (biens d'équipement des entreprises, des ménages, voitures, **graphique 5**) par rapport au biens non durables et aux services,
- **du développement durable de la consommation en ligne**, qui est défavorable à la distribution traditionnelle ;
- du recours accru au **télétravail** ;
- de la faiblesse durable du **tourisme**.

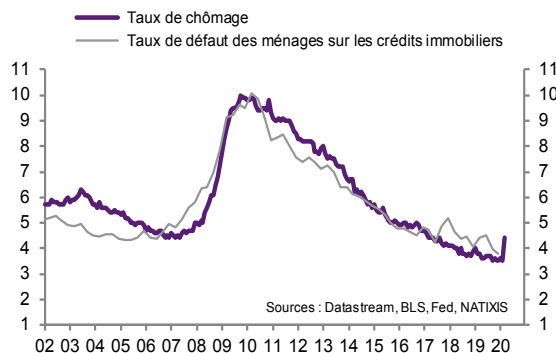
Graphique 5
OCDE* : production de biens d'équipement et de voitures (100 en 2002:1)



On voit donc que seront **probablement faibles durablement** les biens d'équipement, le matériel de transport, le transport aérien, le tourisme, la distribution traditionnelle, l'immobilier de bureau ; **probablement plus solides** les biens de consommation, tous les secteurs technologiques, l'immobilier résidentiel, l'agro-alimentaire, les services à la personne, la pharmacie.

On s'inquiète souvent de la **situation des banques**. C'est probablement raisonnable pour les banques américaines, avec la hausse des défauts des ménages liée à la hausse du chômage (**graphique 6**).

Graphique 6
Etats-Unis : taux de chômage et taux de défaut des ménages (en %)



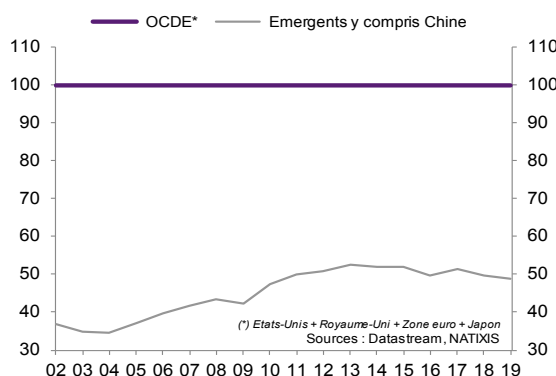
L'inquiétude des marchés financiers sur les banques européennes paraît exagérée : le soutien des Etats devrait éviter une hausse massive du chômage et des faillites dans la zone euro, le financement à la BCE à taux d'intérêt négatif est très abondant, la capitalisation des banques est très forte

2. Des relocalisations, mais limitées

Des relocalisations vont certainement avoir lieu dans les pays de l'OCDE, certaines pilotées par les Etats (médicament, matériel de télécommunication, matériel pour les énergies renouvelables), d'autres décidées par les entreprises, qui veulent revenir vers des **chaînes de valeur régionales** en réaction à la fragilité des chaînes de valeur mondiales.

Mais il s'agit de relocalisations ciblées, pas d'une **déglobalisation massive**, ce qui est impossible avec l'écart de coût de production entre les pays de l'OCDE et les pays émergents (**graphique 7**).

Graphique 7
Niveau du coût salarial unitaire (OCDE* = 100)

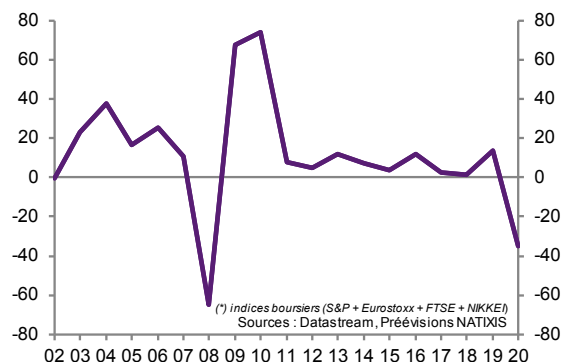


3. Normes climatiques, environnementales

Les opinions, les gouvernements, et, on le voit déjà, les fonds d'investissement, avec cette crise, **accroissent leurs exigences en matière climatique et environnementale**, en matière d'ESG.

Mais les entreprises sont en difficulté : endettement en hausse, profits en baisse (**graphique 8**), chiffres d'affaires durablement en recul. **Les entreprises risquent donc de rejeter un durcissement des normes, des réglementations** environnementales d'où un risque de conflit.

Graphique 8
OCDE* : bénéfice par action (en % par an)

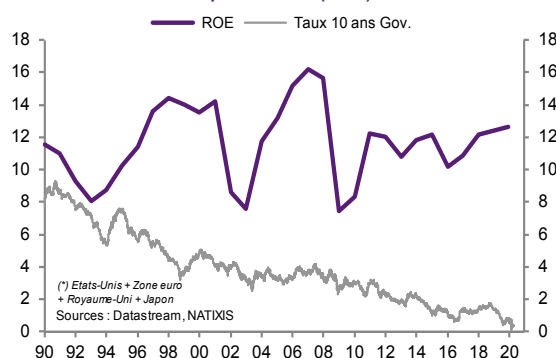


4. Critiques du capitalisme néo-libéral

Cette crise fait clairement resurgir les critiques du capitalisme néo-libéral, avec l'association faite entre ce type de capitalisme et les causes supposées de la crise épidémique (globalisation, tourisme de masse, déforestation...).

On sait que cette critique part du **niveau anormalement élevé du rendement exigé des fonds propres** par rapport aux taux d'intérêt sans risque (**graphique 9**), obtenir ce rendement élevé nécessitant les délocalisations, la compression des salaires, le retour des monopoles, les rachats d'actions...

Graphique 9
OCDE* : ROE et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

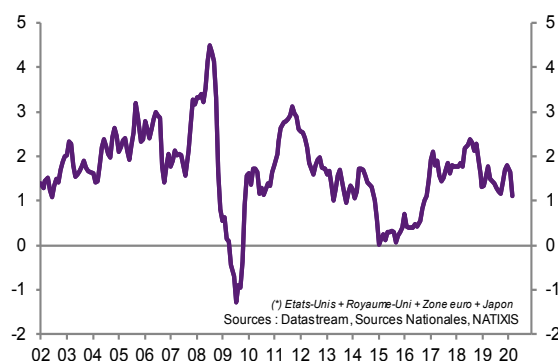


Une fois analysés les risques sur la croissance et les modifications structurelles de l'économie, on est en état de réfléchir à la situation des marchés financiers.

5. Retour de l'inflation ?

Quelques évolutions pourraient en effet être inflationnistes (**graphique 10**) :

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



- **les relocalisations**, avec les coûts de production plus élevés dans l'OCDE ;
- **des revendications salariales** dans certains secteurs (santé, distribution, sécurité, transports, agro-alimentaires) ;
- et surtout **la baisse de la productivité du travail due aux nouvelles normes sanitaires**.

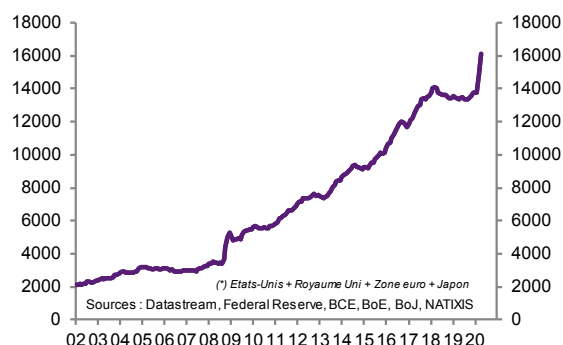
Quelles perspectives pour les marchés financiers ?

1. Quels mécanismes directeurs pour les marchés financiers ?

Seront directeurs pour les marchés financiers à la fin de 2020 et 2021 :

- **la hausse de l'incertitude et de l'aversion pour le risque ;**
- **la hausse de l'endettement des entreprises ;**
- **l'abondance massive de liquidité (graphique 11) ;**
- **la hausse de l'inflation ;**
- et bien sûr les distorsions sectorielles vues plus haut.

Graphique 11
OCDE* : base monétaire (Md de \$)

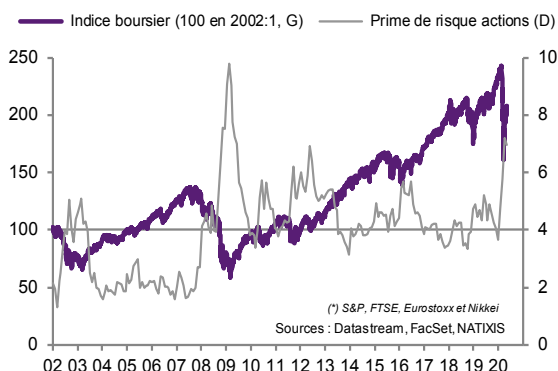


2. Qu'attendre alors des marchés financiers ?

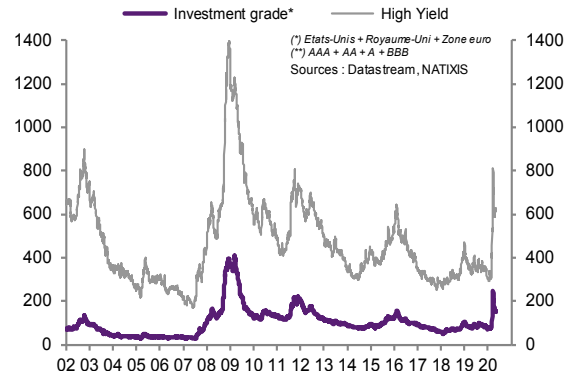
Ce qui précède montre qu'on doit normalement attendre sur les marchés financiers :

- en ce qui concerne **les actions et les obligations des entreprises (graphiques 12 et 13), un conflit** entre d'une part la **hausse des primes de risque** due à l'aversion au risque et à la hausse de l'endettement des entreprises, d'autre part l'abondance de la liquidité qui va conduire à des achats très importants d'actions et d'obligations d'entreprises dès que la confiance reviendra ;

Graphique 12
OCDE* : indice boursier et prime de risque actions



Graphique 13
OCDE* : spread de crédit (asset swaps, pb)



- en ce qui concerne **l'immobilier**, la possibilité d'une **remontée des prix de l'immobilier résidentiel** liée à l'abondance de liquidité, **mais d'une faiblesse de l'immobilier commercial** avec le développement du e-commerce et du télétravail ;
- en ce qui concerne **la courbe des taux d'intérêt, une pentification progressive et modeste** due à la perspective d'une hausse de l'inflation ;
- la chute des prix des actifs financiers cotés (actions, obligations des entreprises, graphiques 12 et 13 ci-dessus) devrait **pousser les investisseurs vers le non coté** (immobilier, private equity, infrastructures), d'où, par exemple, un recul des multiples du private equity plus faible que celui des multiples des actions cotées.

Synthèse : évidemment, l'incertitude est très forte

Ce qui précède reflète l'état de nos réflexions concernant les perspectives de croissance, les déformations sectorielles de l'économie, les marchés financiers. Mais bien sûr l'incertitude est forte en ce qui concerne la situation sanitaire future, l'efficacité des politiques de relance, les comportements des entreprises et des ménages, le degré de coopération internationale...