

A la recherche du prochain récit économique

Dans un article paru en 2018 dans le Washington Post, l'économiste Jared Bernstein a déclaré : « Les expansions ne meurent pas de vieillesse : elles sont assassinées par des bulles, des erreurs des banques centrales ou un choc imprévu sur l'offre et/ou la demande dans l'économie ». L'état de santé de l'économie mondiale demeure certes satisfaisant et les États-Unis enregistrent leur plus longue période d'expansion ininterrompue depuis plus de 100 ans, mais certaines menaces possibles se profilent toutefois à l'horizon. Pour la deuxième année consécutive, Natixis Investment Managers, Ossiam et Barclays Investment Bank ont réuni deux sommités économiques, l'un américain et l'autre européen, pour avoir un échange de vues sur le catalyseur potentiel de la prochaine récession. Ce débat a été animé par Esty Dwek, Directrice de la Stratégie de Marché de Dynamic Solutions.



“ *L'idée selon laquelle l'inversion de la courbe des taux est un indicateur avancé d'une récession pourrait bien être plus ou moins une prophétie autoréalisatrice.* ”

Robert Shiller
Professeur d'économie à
l'Université de Yale

“ *Les banques centrales ont perdu face aux marchés de capitaux. A présent, elles sont contraintes d'agir conformément aux attentes des marchés.* ”

Patrick Artus
Chef économiste et membre
du comité exécutif de Natixis



Sur la politique à taux zéro...

Lorsque les taux d'intérêt sont à zéro, c'est généralement le symptôme de la stagnation séculaire, comme l'illustre la décennie perdue du Japon dans les années 90. L'histoire pourrait bien être sur le point de se répéter dans la mesure où des taux d'intérêt nuls représentent un acte de désespoir. Et des taux d'intérêt négatifs... c'est encore pire.

Sur l'inflation obstinément faible...

L'histoire du Japon accrédite l'effet de Fisher, mais il en existe d'autres qui se manifestent par intermittence. Ce qui me frappe, c'est que les gens ne se soucient plus de l'inflation. Auparavant, les gens craignaient que l'inflation ne soit l'un des plus grands problèmes auxquels le monde était confronté. Aujourd'hui, ils s'inquiètent davantage de l'immigration que de l'inflation.

Sur l'impact réel des tarifs douaniers...

Dans mon récent livre intitulé « Narrative Economics: How stories go viral and drive major economic events », j'ai fait des recherches sur les droits de douane durant la Grande Dépression qui n'ont pas, en fait, été incluses dans le livre. J'ai trouvé des rapports affirmant que la mise en œuvre de la loi Smoot-Hawley Tariff Act avait provoqué une guerre commerciale qui avait exercé des pressions supplémentaires sur l'économie internationale pendant la Grande Dépression.

“ *Auparavant, les gens craignaient que l'inflation ne soit l'un des plus grands problèmes auxquels le monde était confronté. Aujourd'hui, ils s'inquiètent davantage de l'immigration que de l'inflation.* ”

Sur la politique à taux zéro...

Les banques centrales ont perdu la bataille face aux marchés de capitaux. A présent, elles sont contraintes d'agir conformément aux attentes des marchés. Ni Jerome Powell ni Mario Draghi n'ont dit aux marchés financiers qu'ils n'agiraient pas nécessairement dans leur sens.

Sur l'inflation obstinément faible...

J'ai examiné l'effet de Fisher qui avance que ce sont en fait les taux nominaux à long terme qui déterminent l'inflation. Ainsi, des taux nominaux faibles entraînent à la longue une inflation faible. Si vous pensez que cette théorie est crédible, tout indique dès lors que ce sont les banques centrales qui sont en fait à l'origine de la faiblesse de l'inflation et qui, par conséquent, rendent le monde plus pessimiste. Mais, bien sûr, je ne pense pas que la BCE apprécierait une telle étiquette.

L'évolution du fonctionnement des marchés du travail est également à l'origine de la faiblesse de l'inflation. En glissement annuel, la croissance des salaires est aujourd'hui de l'ordre de 1%, tandis que l'inflation sous-jacente s'établit à 1,6%. Cela signifie que seulement 0,6% provient de tout le reste, y compris de l'impact des droits de douane. Si vous étudiez les périodes passées, à des moments du cycle similaires, la croissance des salaires était généralement de 4% à 5%. Le pouvoir de négociation des salariés s'est considérablement réduit.

L'économie change parce que les mentalités et les raisonnements changent. Il y a plus d'un siècle, les inversions de la courbe des taux n'étaient pas considérées comme un indicateur avancé et, dans la plupart des cas, elles faisaient à peine l'objet de commentaires. Mais les gens aiment les histoires apocryphes. Aussi, la récente inversion de la courbe des taux pourrait-elle conduire à une récession ? Oui, je pense qu'elle le pourrait.

Sur le catalyseur de la prochaine récession...

La Fed de Philadelphie a mené des recherches pour démontrer que les économistes sont assez bons pour faire des prévisions sur trois à six mois. Mais au-delà d'un an, l'exactitude des prévisions se détériore rapidement. En tant qu'économiste, il est quelque peu embarrassant d'entendre que nous avons du mal à prédire à l'avance des événements aussi graves que les récessions, mais, encore une fois, il existe une profonde composante psychologique dans les récessions et les krachs.

Si vous regardez les États-Unis d'aujourd'hui, Trump est un fin analyste de l'opinion publique et il s'est fait le chantre du rêve américain avec son charisme oratoire. Cette belle histoire a 50 ans, mais a été un moteur puissant dans la réussite de l'économie américaine. La prochaine récession pourrait bien survenir lorsque le prochain récit trouvera un écho.

Si vous regardez la Bulle des valeurs TMT, ou plutôt la « Bulle du Millénaire » car il ne s'agissait pas seulement des valeurs technologiques, les ratios cours/bénéfices ajustés du cycle (ratios Cyclically-Adjusted Price-Earnings (CAPE) Ratios) ne reflètent pas nécessairement un comportement de type bulle à l'heure actuelle. Les ratios des prix des logements non plus, d'ailleurs. Lors de la récession précédente, le nouveau récit tournait autour du « house flipping » (l'opération consistant à rénover puis revendre dans un court délai une maison pour en tirer une plus-value). J'avais des chauffeurs de taxi qui me donnaient des conseils sur les marchés immobiliers, sans savoir qui j'étais à l'arrière. Je ne peux pas encore identifier le récit aujourd'hui qui causera la prochaine récession.

<FIN>

La Chine est en train de passer d'une économie manufacturière à une économie de services et la croissance des services nécessite généralement beaucoup moins d'investissements que la croissance de l'activité manufacturière. La seule composante du PIB chinois qui enregistre une croissance est celle des services. Cette transition aura probablement un impact beaucoup plus important sur le PIB mondial que les droits de douane.

Sur le pouvoir prédictif d'une courbe des taux inversée...

Souvent, c'est le timing qui est important. Il y a eu une inversion de la courbe des taux en 2004 et une récession en 2007, mais cela en fait-il ainsi un indicateur avancé d'une récession ? La Fed de San Francisco a effectué quelques travaux à ce sujet de façon à montrer que lorsque la courbe des taux est plate, la prime de long terme disparaît et, par conséquent, la courbe des taux n'est plus un indicateur avancé de la croissance.

Mais, peut-on aller jusqu'à dire qu'une courbe des taux plate ou inversée est une mauvaise chose pour la croissance ? En Europe, oui, je crois que nous le pouvons. Une courbe des taux plate incite souvent les banques à s'éloigner de l'activité traditionnelle des prêts et à se tourner vers d'autres activités périphériques telles que la gestion d'actifs. Il en résulte souvent moins d'origination de prêts et, ce faisant, possiblement moins de croissance.

“ *Ce que nous devons faire, c'est chercher quelque chose qui fera réapparaître l'inflation et, pour cela, j'ai examiné de près les programmes politiques des candidats de l'opposition à l'élection présidentielle américaine de 2020. Des politiques comme le doublement du salaire minimum ou l'instauration de taxes punitives sur le gaz de schiste américain sont les types de politiques qui pourraient faire de cette élection un catalyseur potentiel propice à une récession.* ”

Sur le catalyseur de la prochaine récession...

La mobilité sociale est un concept important. Ou plutôt, c'est l'idée qu'on en a. Si les gens considèrent que la mobilité sociale est élevée, ils ont tendance à accepter beaucoup plus les inégalités. Aux États-Unis, l'impression est que la mobilité sociale est élevée, mais en réalité, elle est relativement faible. En France, c'est l'inverse, ce qui est quelque peu cocasse quand on compare le rêve américain aux Gilets jaunes.

Il n'y aura au moins pas de récession due à l'endettement compte tenu de taux d'intérêt à zéro. Quand les taux d'intérêt sont à 0 %, tout le monde est solvable. Il pourrait toutefois y avoir un ralentissement de l'économie mondiale dans le sillage de la Chine qui enregistre aujourd'hui une croissance de 4 %, contre 8 % historiquement.

Ce que nous devons faire, c'est chercher quelque chose qui fera réapparaître l'inflation et, pour cela, j'ai examiné de près les programmes politiques des candidats de l'opposition à l'élection présidentielle américaine de 2020. Des politiques comme le doublement du salaire minimum ou l'instauration de taxes punitives sur le gaz de schiste américain sont les types de politiques qui pourraient faire de cette élection un catalyseur potentiel propice à une récession. Partout ailleurs, tout choc politique ayant tout particulièrement des répercussions sur les politiques du marché du travail des pays de l'OCDE pourrait également entraîner une récession.

<FIN>

Ce débat a eu lieu le 10 septembre 2019 à Paris

Mentions Légales

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.