

FLASH MARCHÉS

Rédigé le 3 janvier 2012

Décryptage macroéconomique

Par Philippe Waechter, directeur de la recherche économique de Natixis Asset Management.

- **Comment s'annonce 2012 ?**

2012 s'annonce compliquée, du fait des interrogations sur les impulsions orientant l'activité économique globale. Comme le montrent les derniers indicateurs de commerce et de commandes à l'export dans les enquêtes, la dynamique des échanges en Asie est moins vigoureuse, alors même que celle-ci a été à l'origine de la reprise de l'activité économique observée jusqu'à mi-2011. Nous entrons ainsi dans un environnement nouveau où le commerce en Asie apportera une influence moins marquée à la croissance mondiale et affectera les autres régions du monde, laissant chaque zone gérer elle-même ses propres tensions internes. En découle un environnement morcelé, où chacun cherche à tirer son épingle du jeu avec ses armes. Problématique pour l'Amérique du Nord, et même l'Amérique latine, ce constat est particulièrement préoccupant pour l'Europe, où la concomitance de politiques budgétaires restrictives pose les conditions d'une activité durablement lente.

Dans l'immédiat, les derniers indicateurs traduisent d'ailleurs une contraction marquée de l'activité dans le secteur manufacturier partout en Europe, notamment en Italie et en Espagne, mais aussi en Hollande, pourtant historiquement plus résiliente que l'Europe du Sud. D'après nos calculs, les derniers indicateurs publiés coïncident avec une contraction du PIB de 0,3 % au quatrième trimestre 2011.

À ce titre, commencent à émerger des signaux pessimistes. Cette situation économique engendre, en effet, une dynamique de l'emploi moins favorable, dont la seule échappatoire pour rééquilibrer le marché du travail pourrait résider dans la baisse des salaires. Or, un tel scénario ne manquerait pas de réduire la demande et donc, d'affecter un peu plus la croissance. Gare, donc, aux remèdes simplistes et contre-productifs qui sous-estiment les dynamiques propres au marché du travail. Ce débat rappelle d'ailleurs les termes de la controverse dans les années 1930 entre Pigou, selon lequel seule la flexibilité des salaires est susceptible de faire disparaître le chômage, et Keynes, qui prônait au contraire un accroissement de la demande en temps de crise. L'Histoire a donné raison au second.

- **Quelle attitude adoptera de la BCE ?**

En l'absence de plein emploi et donc, de tension sur les salaires, les indices de prix ne sont plus guidés que par la seule variable des cours des matières premières. Or qu'il s'agisse du pétrole, des denrées alimentaires ou des métaux de base, ceux-ci se sont résolument apaisés depuis le pic du printemps dernier (baril à 125 dollars, contre 105 à 110 aujourd'hui), créant un effet de base favorable sur les prix de production et donc, sur l'inflation d'ici à quelques mois.

Cette inflexion mécanique sur les chiffres de l'inflation devrait inciter les banques centrales à lever une à une les contraintes qui pèsent sur l'activité économique et à se montrer plus accommodantes. Ce sera le cas de la BCE, qui sera d'ailleurs aidée en cela par l'arrivée à sa tête de Mario Draghi, moins préoccupé par les effets inflationnistes de deuxième tour que son prédécesseur (le rapprochant à ce titre d'une approche de type Fed, qui cale sa politique monétaire sur les taux d'inflation sous-jacents).

D'ailleurs, l'absence de plein emploi limite drastiquement les effets inflationnistes de toute politique monétaire de type *quantitative easing*, comme les exemples américain et japonais nous le montrent depuis des années. Si les 489 milliards d'euros de liquidités prêtées à 3 ans par la BCE vont dans ce sens, la prochaine étape sera une baisse des taux directeurs d'encre 50 points de base d'ici 3 à 4 mois. Seule, une réponse rapide de ce type est à même d'atténuer le caractère récessif des politiques budgétaires actuelles.

- **Comment améliorer la confiance dans les émissions de la zone euro ?**

Des réflexions intéressantes commencent à voir le jour dans certains pays de la zone euro, comme l'Italie, la Belgique ou la France, qui consisteraient à stabiliser la détention de la dette et à sécuriser les adjudications en faisant appel directement à l'épargne des ménages. Non pas en mettant en place des emprunts d'État exceptionnels comme les emprunts Pinay (1952), mais en se contentant de rouvrir le guichet aux particuliers, comme cela se faisait encore il y a 10 à 15 ans, avant que cette approche soit abandonnée pour des raisons de coûts de distribution. En clair, il s'agit de réinstaurer les OAT comme des placements de "bon père de famille" conservés jusqu'à maturité.

Cette solution butera toutefois sur deux écueils. Il faudra tout d'abord convaincre les banques de troquer leurs habits de *market makers* contre ceux de simples distributeurs. Par ailleurs, la demande pour les emprunts d'état risque de rester faible, au moment-même où la BCE cherche à décourager l'épargne en tirant ses taux vers le bas. Ce type d'approche ne résoudra donc pas totalement le problème de la dette.

En réalité, l'unique moyen pour les états d'améliorer la confiance dans leurs émissions consisterait à se donner les moyens de réduire leur ratio dette/PIB à terme. Or, en l'absence de levier pour réinjecter de l'inflation dans l'économie (le déséquilibre du marché du travail exclut toute inflation salariale), la seule variable sur laquelle ils peuvent jouer est celle de la croissance. Pour cela, ils doivent limiter les contraintes pesant sur l'activité et ne pas vouloir réduire les déficits trop rapidement (pour mieux les réduire à moyen terme). Or, c'est le chemin opposé que prennent aujourd'hui les États. Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, a insisté lundi matin en déclarant que la réduction des déficits à 3 % d'ici à 2013, conformément aux engagements pris à Bruxelles début décembre, finirait par régler la situation. Mais en se précipitant inutilement, ils réduisent la demande publique (en l'absence de l'impulsion de la part d'un commerce mondial moins dynamique), créent un environnement récessif peu incitatif pour la demande privée et se dépossèdent donc de l'unique moyen de relancer la croissance (et donc, de réduire le ratio dette/PIB). Aujourd'hui, l'exemple britannique (et plus encore, grec) montre que la mise en place brutale et dans l'urgence de politiques fortement restrictives est contre-productive. Le retour à une orthodoxie budgétaire doit en effet être progressif et séquencé, sous peine d'obérer la capacité des économies à retrouver une trajectoire de croissance et aux États à retrouver la confiance des investisseurs.

Rédigé le 03/01/2012
par Philippe Waechter, directeur de la recherche économique
de Natixis Asset Management.

Avertissement

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier à tout moment et sans préavis les informations présentées dans ce document qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Ce document est exclusivement destiné aux clients professionnels.