NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

10 mai 2021 - 346

Faut-il une nouvelle grande théorie économique ?

La crise de 1929 fait apparaître la théorie keynésienne, puisque la théorie classique ne pouvait pas expliquer le sous-emploi ; l'inflation des années 1970-80 fait apparaître les théories de l'offre et la nouvelle théorie monétaire, après qu'on ait essayé de répondre à un choc d'offre par une stimulation de demande et qu'il n'en ait résulté que l'inflation.

Faut-il aujourd'hui une nouvelle grande théorie économique pour expliquer les évolutions récentes ? Ce n'est pas sûr, car :

- nous disposons de modèles explicatifs des crises financières : mimétisme, anticipations autoréalisatrices, bulles rationnelles, bulles d'optimisme, crises de balance des paiements…
- nous comprenons pourquoi l'inflation est faible à court terme et à long terme : perte de pouvoir de négociation des salariés, passage d'une monnaie de transaction à une monnaie de placement ;
- nous avons des explications de ce que les innovations technologiques ne soutiennent pas la productivité : concentration des entreprises et positions dominantes, polarisation du marché du travail liée à la digitalisation-robotisation de l'économie ;
- nous comprenons le niveau anormalement bas des taux d'intérêt avec le nouveau comportement des Banques Centrales et l'excès mondial d'épargne.

Le besoin n'est donc pas celui d'une nouvelle grande théorie, plutôt d'une compréhension plus complète de mécanismes spécifiques et locaux de l'économie, des nouveaux comportements de certains agents économiques.

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

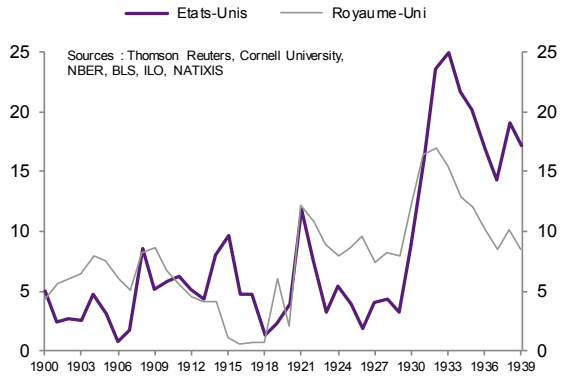
Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

ECONOMIC RESEARCH

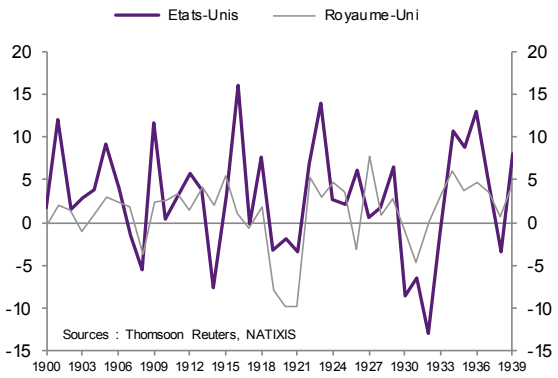
Les nouvelles théories économiques viennent de nouveaux développements dans les économies

C'est lorsqu'une évolution économique nouvelle, qui n'est pas prévisible par la théorie économique existante, apparaît que de nouvelles théories économiques sont développées. La théorie classique ne permettait pas de comprendre la montée du chômage, d'où, après la crise de 1929 **(graphiques 1a/b), le développement de la pensée de J. M. Keynes** avec un rôle de l'État pour soutenir la demande.

Graphique 1a
Taux de chômage (en %)

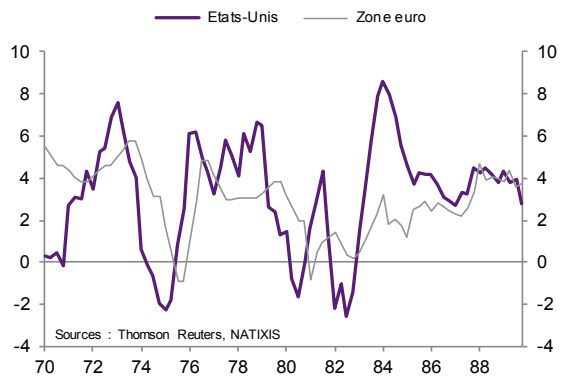


Graphique 1b
PIB volume (en % par an)

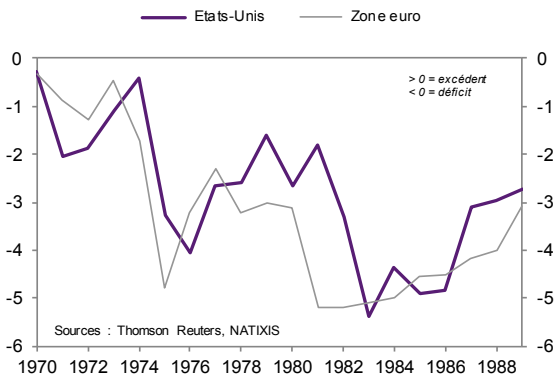


La théorie keynésienne ne permettait pas de comprendre l'inflation due à des chocs d'offre négatifs, d'où, après les chocs pétroliers de 1974 et 1980-81 **(graphique 2a), le développement de la théorie de l'offre** (A. LAFFER) **ou de la nouvelle théorie monétaire** (R. BARRO, D. GORDON) qui suggèrent, d'une part de mener des politiques qui stimulent l'offre de biens et services (baisse des impôts), d'autre part que stimuler la demande n'aboutit à long terme qu'à l'inflation et pas à la hausse de la production. On se rappelle que, alors que les chocs pétroliers sont des chocs défavorables d'offre, les Etats avaient répondu par les déficits publics **(graphique 2b)**, d'où une très forte inflation **(graphique 2c)**.

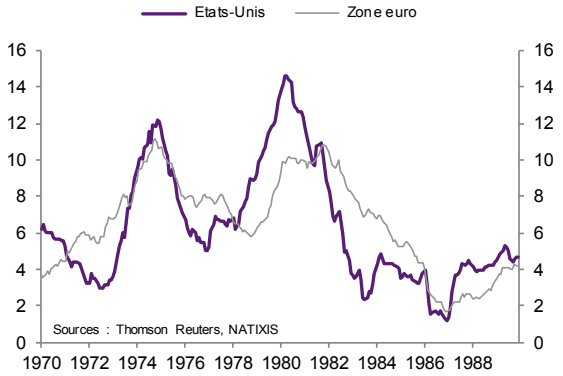
Graphique 2a
PIB volume (GA en %)



Graphique 2b
Déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 2c
Inflation (CPI, GA en %)



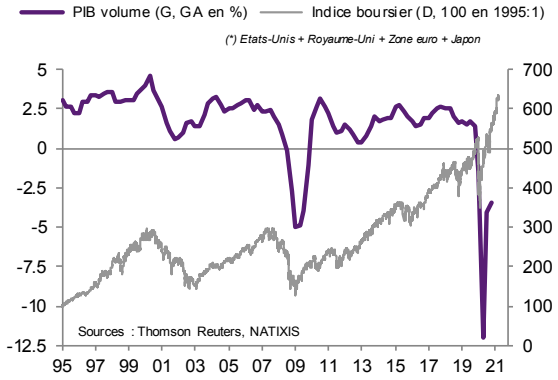
La question que nous posons est la suivante : **faut-il aujourd'hui une nouvelle grande théorie économique ?**

Y a-t-il aujourd'hui des évolutions économiques que les théories existantes ne permettent pas de comprendre ?

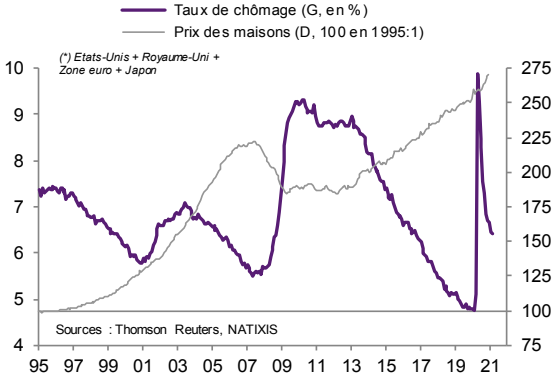
Les évolutions récentes « surprenantes » nécessitent-elles de nouveaux modèles théoriques ?

1. **La première évolution notable dans les économies contemporaines est la multiplication des crises financières** (dans les pays de l'OCDE, la crise de 2000-2002 après l'explosion de la bulle actions, **graphique 3a**, la crise de 2008-2009 après l'explosion de la bulle immobilière, **graphique 3b**, la crise de la zone euro de 2010 à 2013, **graphique 3c**, les crises des pays émergents, 1998-2001, 2013-2016, **graphique 3d**).

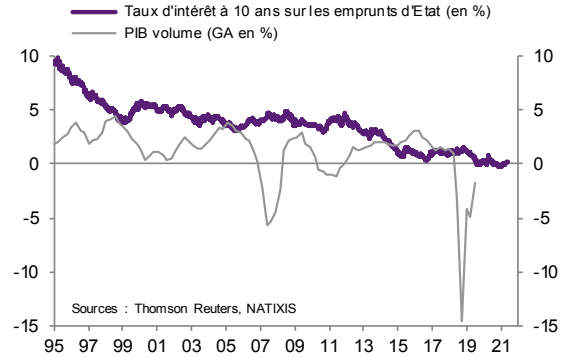
Graphique 3a
OCDE* : PIB volume et indice boursier



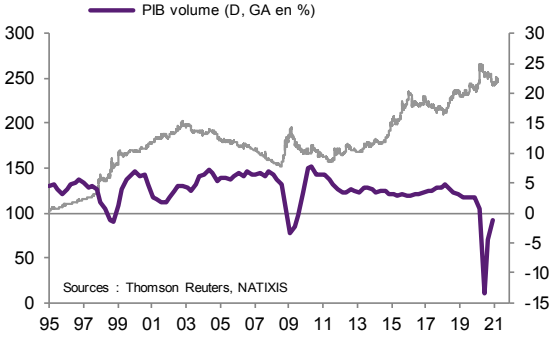
Graphique 3b
OCDE* : taux de chômage et prix des maisons



Graphique 3c
Zone euro : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et PIB volume



Graphique 3d
Emergents hors Chine : PIB valeur et taux de change contre le dollar



Mais nous avons des modèles théoriques pour expliquer ces crises :

- les modèles de **mimétisme** des investisseurs sur les marchés financiers, tous les investisseurs devenant **optimistes** ou simplement **extrapolant les tendances** en même temps ;

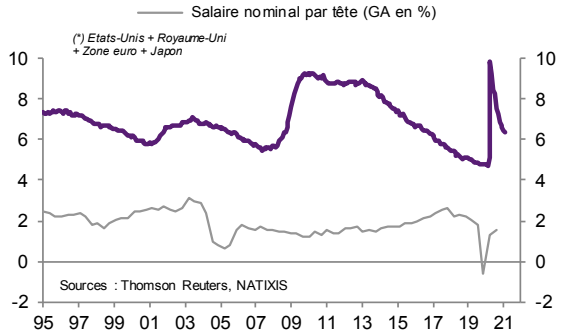
- les modèles de **crises autoréalisatrices** (par exemple de crises de balance des paiements, de crises de change, de crise des dettes publiques) où la seule anticipation de la crise déclenche la crise avec une probabilité élevée ;

- les **modèles de bulles rationnelles**, où le prix de l'actif s'éloigne de la valeur fondamentale de l'actif avant d'y revenir, sans qu'il y ait d'anomalie.

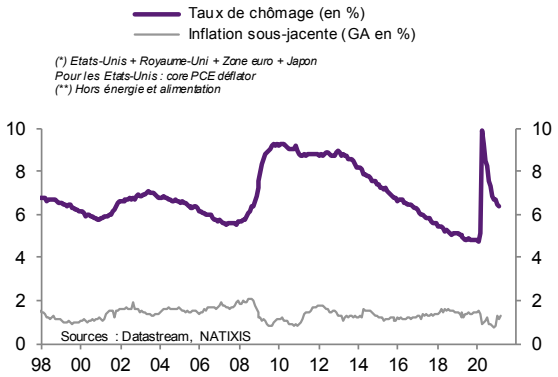
2. **La seconde évolution notable dans les économies contemporaines est le recul de l'inflation, la disparition du lien entre inflation et cycle économique à court terme, entre inflation et création monétaire à long terme.**

Mais on le comprend aussi. **Le recul du pouvoir de négociation des salariés** sur les marchés du travail dû aux dérèglementations des marchés du travail et à l'apparition d'entreprises ayant des positions dominantes sur les marchés du travail a affaibli les effets de Courbe de Phillips, le lien entre salaires et chômage **(graphique 4a)**, d'où aussi l'affaiblissement du lien entre inflation sous-jacente et chômage **(graphique 4b)**. Cela explique la **disparition du lien entre cycle économique et inflation à court terme**.

Graphique 4a
OCDE* : taux de chômage et salaire nominal par tête

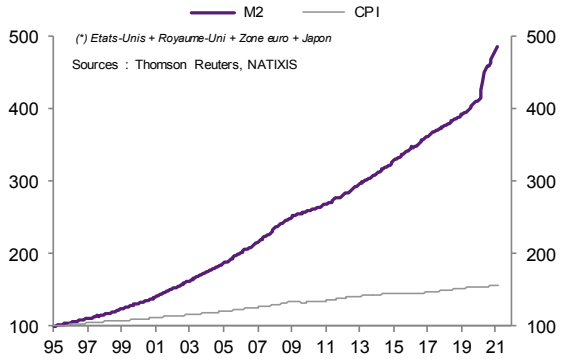


Graphique 4b
OCDE* : taux de chômage et inflation sous-jacente

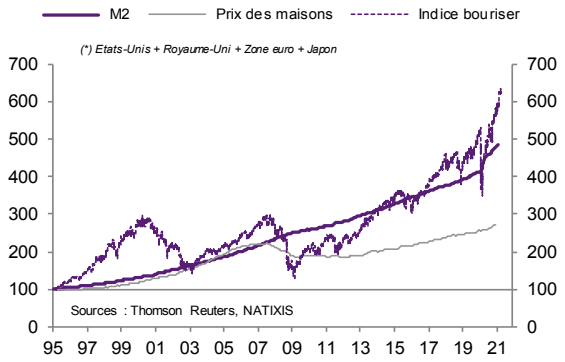


La disparition du lien entre croissance de l'offre de monnaie et inflation (graphique 4c) s'explique par le changement de la nature de la monnaie. D'une **monnaie de transaction**, d'où un lien stable entre offre de monnaie et valeur de la production, on est passé à une **monnaie de placement**, d'où un lien stable entre offre de monnaie et prix des actifs **(graphique 4d)**.

Graphique 4c
OCDE* : masse monétaire M2 et inflation (100 en 1995:1)

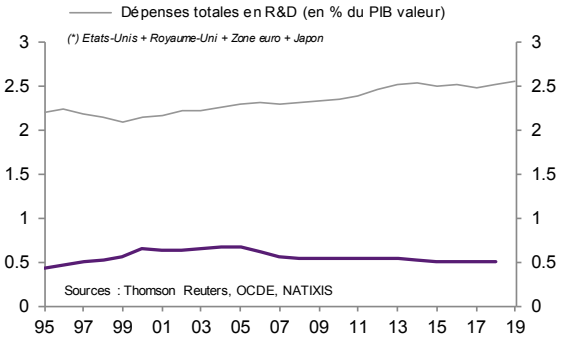


Graphique 4d
OCDE* : masse monétaire M2, prix des maisons et indice boursier (100 en 1995:1)

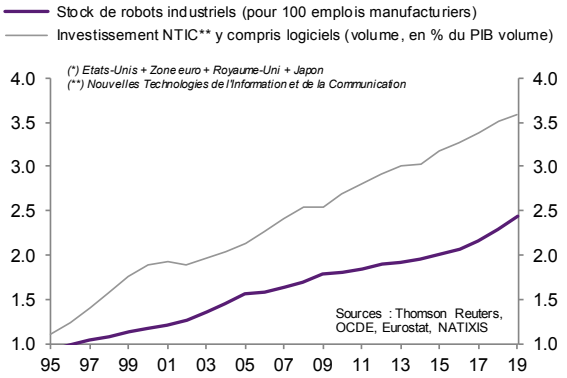


3. **La troisième évolution notable est que l'effort croissant de recherche, d'innovation, de modernisation des entreprises (graphiques 5a/b) n'a pas conduit depuis les années 2000 à une progression des gains de productivité (graphique 5c),** comme c'était le cas dans le passé et encore à la fin des années 1990.

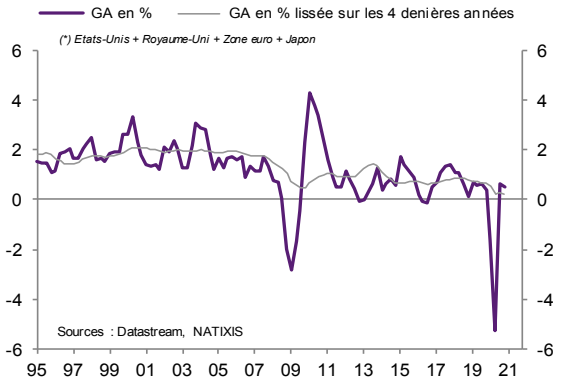
Graphique 5a
OCDE* : nombre de brevets triadiques et dépenses totales en R&D



Graphique 5b
OCDE* : stock de robots et investissement NTIC**



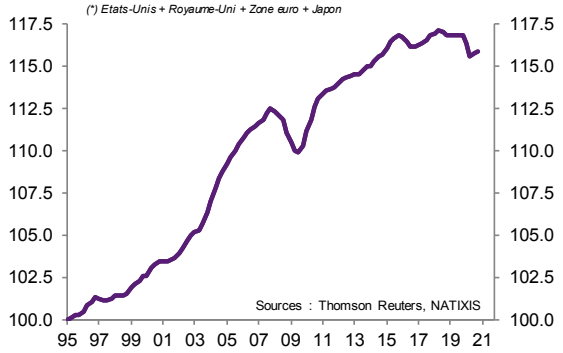
Graphique 5c
OCDE* : productivité par tête



Mais ce paradoxe s'explique probablement :

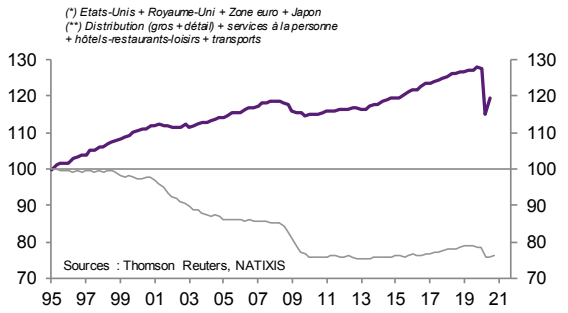
- **par la concentration des entreprises,** qui explique aussi la hausse du taux de marges bénéficiaires **(graphique 5d)**. En effet, des entreprises dominantes, en position de monopole, ne sont pas incitées à faire des gains de productivité ;

Graphique 5d
OCDE* : ratio prix du PIB / coût salarial unitaire (100 en 1995:1)



- par le fait que la digitalisation, la robotisation des entreprises conduit à un **marché du travail polarisé**. La digitalisation-robotisation détruit des emplois assez qualifiés (dans l'industrie en particulier) et génère un supplément de revenu qui est dépensé surtout en services, d'où **la multiplication d'emplois de services peu qualifiés (graphique 5e)** : il y a « maladie hollandaise » associée à la digitalisation.

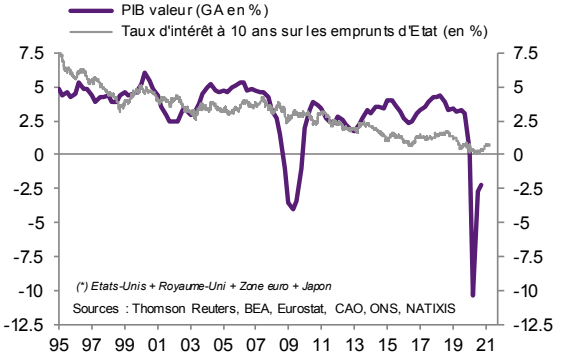
Graphique 5e
OCDE* : emploi dans les services peu sophistiqués et emploi manufacturier (100 en 1995:1)**



4. **La quatrième « anomalie » des économies contemporaines qu'on peut évoquer est l'apparition de taux d'intérêt nettement inférieurs à la croissance,** en dehors des récessions.

La théorie de la croissance optimale conduit normalement à l'égalisation du taux d'intérêt et du taux de croissance, ce qui n'est plus du tout le cas aujourd'hui **(graphique 6a)**. Les taux d'intérêt très bas font disparaître la notion de valeur fondamentale des actifs, assurent la solvabilité des emprunteurs...

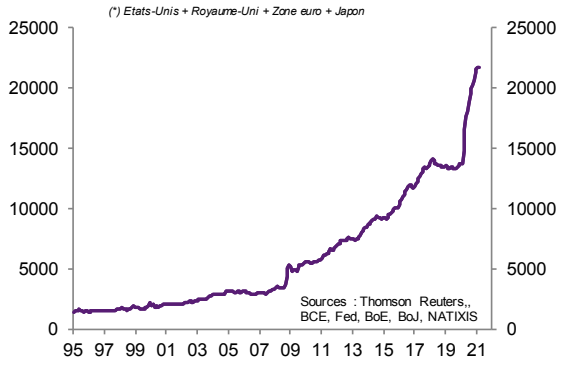
Graphique 6a
OCDE* : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



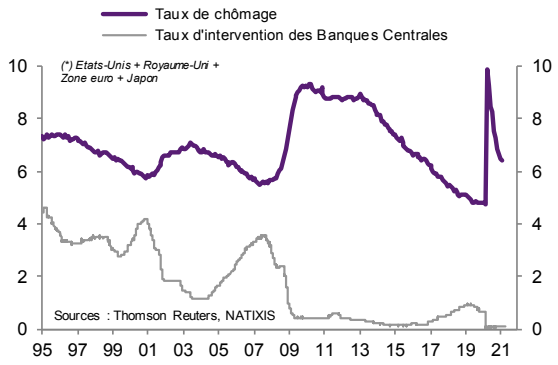
Mais cela aussi peut s'expliquer :

- **par les nouvelles pratiques des Banques Centrales,** en particulier le Quantitative Easing **(graphique 6b)** et le maintien de politiques monétaires expansionnistes même quand le taux de chômage est redevenu faible **(graphique 6c)** ;

Graphique 6b
OCDE* : base monétaire (Md$)

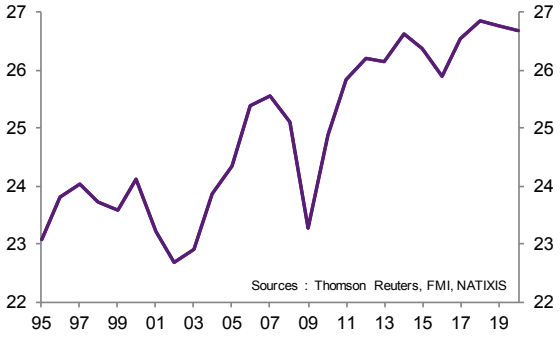


Graphique 6c
OCDE* : taux de chômage et taux d'intervention des Banques Centrales (en %)



- **par la hausse du taux d'épargne du Monde (graphique 6d)** qui fait baisser le taux d'intérêt réel à long terme d'équilibre.

Graphique 6d
Monde : taux d'épargne de la Nation (en % du PIB valeur)



Synthèse : un besoin de compréhension de mécanismes et de comportements détaillés, pas d'une nouvelle théorie globale

Il nous semble donc qu'on peut comprendre les évolutions économiques récentes les plus marquantes (multiplication des crises financières, disparition de l'inflation, ralentissement de la productivité malgré l'effort d'innovation, de robotisation, taux d'intérêt en permanence anormalement bas) en analysant les comportements économiques (des investisseurs sur les marchés financiers, des entreprises et des syndicats sur les marchés du travail, de demande de monnaie, des entreprises sur les marchés des biens et services, des Banques Centrales…) qui ont dans certains cas beaucoup changé. Il ne nous semble pas qu'une nouvelle théorie globale est nécessaire, plutôt la compréhension des comportements locaux, sur certains marchés, dans certaines circonstances, des agents économiques.

Cela n'empêche pas que les économies fonctionnent différemment globalement : elles génèrent des crises, des bulles sur les prix des actifs mais pas d'inflation, une croissance potentielle faible malgré les innovations, des taux d'intérêt anormalement bas.