

TURBULENCES MACROÉCONOMIQUES #1 JUN 2023



SYNTHÈSE

La transition énergétique et la politique industrielle

La politique industrielle est à nouveau au centre des débats de la politique économique. Cela reflète à la fois les conséquences de la pandémie et le manque de marge de manœuvre des banques centrales.

La pandémie a mis en lumière l'incapacité à disposer de produits considérés comme essentiels. Elle a aussi engendré des pénuries lors de la reprise, bridant ainsi la capacité des économies industrielles à rattraper les pertes occasionnés par la crise sanitaire.

Les banques centrales avaient, jusqu'à l'automne 2021 des taux d'intérêt très bas et des bilans très importants, limitant leurs capacités à intervenir.

Menée par la Maison Blanche, ce regain de la politique industrielle traduit une défiance vis à vis de la Chine devenue un concurrent encombrant mais aussi un monde dont les dynamiques et les contours sont plus flous. Penser à soi est perçu aujourd'hui comme la bonne stratégie, que la coopération qui a permis le développement des émergents depuis 20 ans.

Inflation et taux d'intérêt dans la durée

Le monde change et avec lui les modes d'ajustement de l'économie globale. L'inflation qui a été très faible depuis une trentaine d'années va s'inscrire à un niveau plus élevé dans la durée. L'économie se transforme, elle n'est plus celle de la globalisation à tout prix, elle devient celle de la relocalisation et de la transition énergétique. Un taux d'inflation plus fort aidera à cette transformation.

Le taux d'inflation plus important redonnera tout son rôle aux modes d'action traditionnels des banques centrales et un moindre attrait pour les achats d'actifs par les autorités monétaires. L'autre point est que l'investissement nécessaire à la transition énergétique se traduira par une demande de capitaux plus élevée. Ceci se traduira par des taux d'intérêt de long terme plus forts qui retrouveront des niveaux compatibles avec leur rôle d'allocation des ressources dans le temps.

Quelles projections à moyen terme ?

Trois scénarii. Dans le scénario de référence, le renouveau de la politique économique est en phase avec la transition énergétique. Dans ce cas la tendance sur l'activité reste robuste. Cependant, le bouleversement provoqué par la transition se traduit par un taux d'inflation tendanciel plus fort. On s'éloigne des 2% qui est la cible des banques centrales.

En conséquence, le fort besoin d'investissement pour la transition et l'inflation plus élevée se traduiront par des taux d'intérêt de long terme plus élevés dans la durée.

La transition énergétique et la politique industrielle

La politique industrielle est à nouveau au centre des débats de la politique économique. Cela reflète à la fois les conséquences de la pandémie et le manque de marge de manœuvre des banques centrales.

La pandémie a mis en lumière l'incapacité à disposer de produits considérés comme essentiels. Elle a aussi engendré des pénuries lors de la reprise, bridant ainsi la capacité des économies industrielles à rattraper les pertes occasionnés par la crise sanitaire.

Les banques centrales avaient, jusqu'à l'automne 2021 des taux d'intérêt très bas et des bilans très importants, limitant leurs capacités à intervenir.

Menée par la Maison Blanche, ce regain de la politique industrielle traduit une défiance vis à vis de la Chine devenue un concurrent encombrant mais aussi un monde dont les dynamiques et les contours sont plus flous. Penser à soi est perçu aujourd'hui comme la bonne stratégie, meilleure que la coopération qui a permis le développement des émergents depuis 20 ans.

* * *

Pendant la pandémie, les pays industrialisés ont pris la mesure des conséquences de leur désindustrialisation.

La fermeture des économies s'est traduite par des pénuries sur certains biens considérés comme essentiels. Ce fut le cas des respirateurs artificiels mais aussi du paracétamol ou encore des masques médicaux.

Le phénomène s'est accentué lors de la reprise avec la crise des semi-conducteurs. La demande de biens était considérable alors que les entreprises étaient incapables d'y répondre faute de composants, notamment ces semi-conducteurs. Cela a mis en avant une question de sécurité pour les pays développés.

Sur cette question de sécurité, rappelons qu'au début des années 1990, les Etats-Unis et l'Europe produisaient 80% des semi-conducteurs dont plus de 40% en Europe. Aujourd'hui ce chiffre global n'est plus que de 20% avec plus de 10% pour les Etats-Unis.

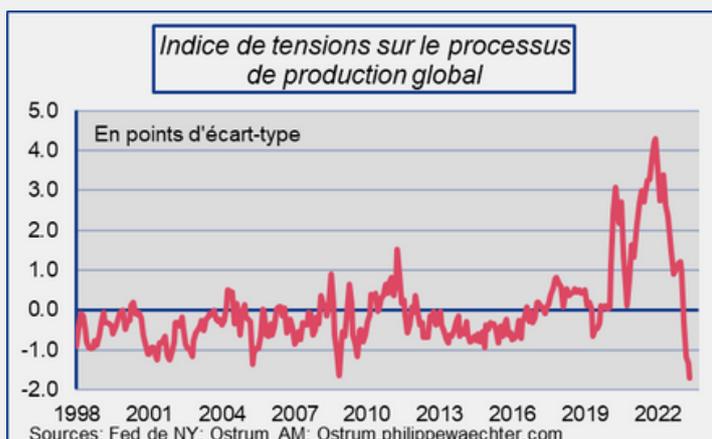
On voit, sur le graphe, l'alerte au moment de la sortie de la pandémie. La demande de biens industriels des pays développés, très dépendants des semi-conducteurs, ne pouvait être satisfaite. Cela a été une source majeure des tensions inflationnistes.

Depuis les tensions se sont nettement réduites, ce qui, par ailleurs, est une source de moindres pressions sur les prix à la consommation.

La situation de dépendance est la plus préoccupante parce que c'est une source de fragilité des pays industrialisés. Elle est exacerbée parce que la Chine est devenu un acteur majeur dans ce jeu global. La dimension politique de l'Empire du milieu n'a échappé à personne et c'est pour cela qu'il y a une question majeure de sécurité.

D'ailleurs, Joe Biden est allé sur ce point, bien au-delà de Donald Trump. Ce dernier bannissait des entreprises comme ZTE ou Huawei pour leur possible utilisation des données américaines. Le locataire actuel de la Maison Blanche a réduit très fortement les possibilités de transferts de technologie des US vers la Chine. Il a aussi facilité l'installation de TSMC, la firme taiwanaise produisant des semi-conducteurs, en Arizona avec deux grandes usines.

Dans tous les cas, la question de l'indépendance technologique des US et celle de la sécurité américaine ont été mises en avant pour justifier ces orientations de politique industrielle.



Un regard rapide sur le passé

La globalisation s'est installée, au début des années 1980, dans un monde à deux dimensions avec les Etats-Unis et l'URSS. Elle a d'abord été financière puisque la question initiale était celle du financement des dépenses américaines, notamment des dépenses militaires (la guerre des étoiles). Ce rapport de force US vs URSS était davantage politique qu'économique.

Cependant très vite, le monde est devenu unipolaire avec la chute du mur de Berlin et ses conséquences politiques.

Dans ce monde, la dimension économique prédominait. L'extension de la globalisation reposait sur l'idée que l'accroissement des échanges permettrait d'être un vecteur de paix. Cela a bien fonctionné avec une rapide progression des échanges et un élargissement des pays concernés. Cela se traduisait aussi par une allocation des ressources conditionnée par un facteur capital très mobile alors que le facteur travail ne l'était pas.

Cela a permis des transferts de technologie importants vers les pays émergents et la Chine en particulier.

La dynamique vertueuse associée s'est traduite par une croissance robuste dans les émergents et une expansion solide mais avec une désindustrialisation assez marquée au sein des pays développés.

La situation a changé lorsque la Chine a adopté des positions politiques plus marquées et que la technologie disponible au sein de l'Empire du Milieu était susceptible de concurrencer celle des américains et de développer un standard technologique qui échapperait aux US.

La globalisation retrouvait ses deux dimensions économique et politique. D'où les réactions mentionnées de D.Trump puis de J.Biden.

Cette double dimension n'est cependant pas comparable avec celle du temps de l'URSS. La raison n'est pas politique mais économique en raison des interdépendances fortes entre US et Chine ou encore Europe et Chine.

La critique du passé

Jack Sullivan, le conseiller de Joe Biden sur la sécurité nationale, a bien résumé le changement d'orientation de la politique économique à l'œuvre avec un rôle majeur pour la politique industrielle.

La critique du passé qu'il porte est applicable à beaucoup de propos tenus au sein des pays industrialisés. 4 points d'articulation

1 - Le moindre rôle de l'industrie et la désindustrialisation en résultant sont cohérents avec le rôle mineur pris par l'investissement public et la confiance dans la capacité du marché à allouer les ressources de façon efficace.

2 - Le monde a changé et l'analyse du monde a changé. Plusieurs points

A - La densification des échanges internationaux n'est pas une garantie de paix contrairement à ce qui a été longtemps pensé. La Chine a connu un développement rapide et intense mais ses interventions en mer de Chine ou ses positions sur la Russie après l'invasion de l'Ukraine sont perçues comme des comportements conflictuels.

B- L'équilibre géopolitique a changé. Le monde ne peut plus être aussi coopératif et coordonné qu'avant parce que des intérêts régionaux ont émergé.

C- La sécurité n'est plus la même en raison des risques technologiques et de la gestion des données.

3 - Le défi climatique et la transition énergétique ont émergé de façon récente et modifient forcément les trajectoires des économies. Cela a une conséquence majeure sur l'emploi et c'est en cela aussi que le monde ouvert ne peut plus l'être autant.

4 - La mondialisation a engendré des inégalités en raison des transferts d'emplois vers les pays émergents et de l'impact sur le revenu des classes moyennes.

Joe Biden, depuis le début de sa campagne parle d'une politique pour les classes moyennes.

Dans cette lecture de l'économie qui s'est construite depuis une quarantaine d'années on peut lire trois éléments clés

1- L'économie américaine a perdu le contrôle en laissant notamment la régulation principalement au marché

2- Cette perte de contrôle est une source de fragilité interne puisqu'elle a affecté l'emploi de la classe moyenne. On revient sur la politique de la classe moyenne chère à Joe Biden.

3- Il faut redonner à la puissance publique un rôle majeur dans l'orientation de l'économie.

*

Les stratégies qui seront mises en œuvre ne seront pas identiques notamment via l'investissement public auquel les américains donnent un rôle plus important dans les impulsions en invoquant la complémentarité entre l'investissement public et l'investissement privé.

En Europe et en France, les incitations fiscale sont au cœur de la politique industrielle. En France, en particulier, l'Etat est prêt à mettre des montants considérables (cf. les apports à GlobalFoundries et STElectronics à Grenoble) mais sans contrôle ex post sur la façon dont ses fonds ont été gérés.

Au delà des éléments avancés jusqu'alors, le retour en force de la politique industrielle traduit l'existence d'un support au déroulé de celle ci.

Dans les années 1950 et 1960, la politique industrielle se justifiait par la reconstruction en Europe et par la gestion des innovations considérables et le développement très divers des économies. Il fallait pouvoir hiérarchiser et ordonner. C'est dans ce sens qu'il fallait voir, en France, le Commissariat Général du Plan.

Avec le temps, les crises des années 1970 et finalement la mondialisation, les Etats ont changé de rôle. D'ordonnateurs ils sont devenus incitateurs, régulateurs laissant alors aux marchés la capacité d'allouer les ressources.

En d'autres termes, la politique industrielle est tombée en désuétude faute de combats à mener.

A la fin des années 1970 et au début des années 1980, étaient évoqués la nécessité d'une stratégie industrielle pour protéger les secteurs stratégiques. Cependant, le monde s'ouvrant et se développant rapidement, les Etats ont perdu une bonne partie de leurs prérogatives directes préférant les incitations à la mise en œuvre d'une véritable politique.

Le changement climatique est dès lors le support et la justification de la politique industrielle.

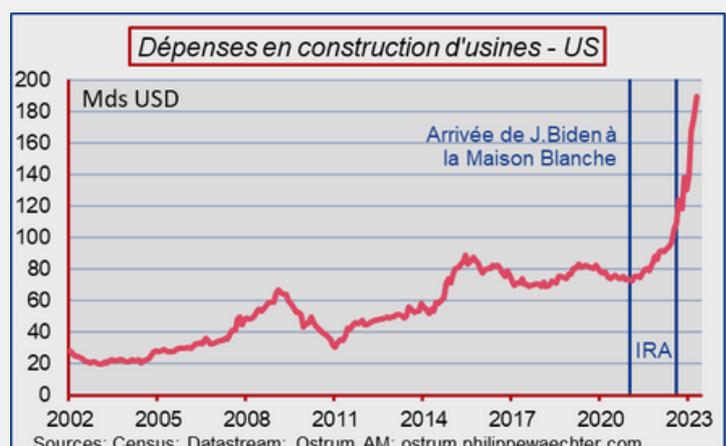
L'inscription dans la durée de la transition énergétique peut justifier l'intervention de l'Etat.

C'est aussi un moyen de reprendre en main l'économie dans un cadre macro global qui n'est plus aussi homogène et où chaque région tend à rechercher davantage d'autonomie.

Est ce que cela fonctionne ?

Le changement de stratégie est encore trop récent pour disposer de résultats probants. On note néanmoins qu'aux US, les dépenses de construction d'usines a rapidement augmenté depuis l'arrivée de Joe Biden à Washington DC et surtout depuis le vote de l'IRA et du Chips Act.

En Europe, la dynamique collective dépend encore largement des choix faits pays par pays. Des initiatives telles que France 2030 sont cohérents avec une nouvelle politique industrielle. Il faudra qu'elle s'inscrive dans la durée.



Quel intérêt d'une politique industrielle volontariste ?

Ce qu'il faut retenir de ce regain d'intérêt pour la politique industrielle est de 6 ordres

- Le premier issu de la crise sanitaire est celui de la maîtrise de sa propre situation. Ne pas se retrouver dépendant d'autres régions du monde sur des productions perçues comme essentielles.
- Le second point est celui de la sécurité. Il recoupe le point précédent mais il traduit aussi la gestion des données, matière première majeure, et le souhait d'une moindre dépendance technologique par rapport à d'autres régions (semi-conducteurs)
- Le monde est devenu plus complexe. Le cadre coopératif de la globalisation ne l'est plus autant que cela. La défiance économique et politique crée des dysfonctionnements.
- Plutôt que de dépendre du reste du monde, chacun cherche à définir son propre cadre. De ce point de vue, Washington et Pékin sont plus directs que Bruxelles en faisant de l'activité et de l'emploi les objectifs associés à ce changement de stratégie économique.
- Le changement climatique est le support de cette stratégie nouvelle.
- Le retour sur l'industrie, pour les pays industriels, devrait permettre de faire des gains de productivité et de les internaliser plutôt que de les laisser aux pays émergents. Cela n'est pas neutre en termes de revenus internes.

Quelques réflexions critiques

Le discours de Jack Sullivan est probablement le plus accompli sur le retour de la politique industrielle. Quelques remarques

Il fait l'hypothèse que l'Amérique restera le leader des pays occidentaux et que l'intérêt de l'Europe est de rentrer dans ce schéma qui peut paraître un peu ancien malgré tout.

Les Européens peuvent vouloir aussi définir une plus grande autonomie de croissance et de réduire la dépendance vis à vis des Etats-Unis.

Il y a des zones un peu floues dans son propos puisqu'on peut imaginer qu'un arbitrage entre sécurité et efficacité économique pourrait apparaître. On ne dispose pas d'éléments susceptibles de définir l'arbitrage mis en œuvre. Pourtant, le recours à la politique industrielle reflète la nécessité d'attirer l'activité et l'emploi aux US mais le besoin de sécurité. Sauf à faire l'hypothèse que les USA deviennent autarcique, il y a un hiatus dans l'efficacité de la politique industrielle.

La vision du monde est un peu particulière puisque si les échanges restent importants, les accords bilatéraux, pas en phase avec les règles de l'OMC, seront privilégiés. Cela peut s'assimiler à une forme de protectionnisme. Dès lors, se pose une dernière remarque qui est que les économies sont toujours très imbriquées et que la politique industrielle ne peut se concentrer que sur les produits de hautes technologies et les innovations qui changent la donne.

Le consommateur US, celui de la classe moyenne chère à Joe Biden, a son avenir probablement conditionné par les innovations mais son quotidien balisé par les produits ordinaires venant du reste du monde.

Le politique industrielle est un choix pour chaque gouvernement de retrouver du pouvoir sur sa propre économie. C'est un moyen de sortir de la crise qui a débuté avec la pandémie.

La transition énergétique est le moyen pour la mettre en œuvre. Il faut aller plus loin et imbriquer davantage ces deux dimensions.

Inflation et taux d'intérêt dans la durée

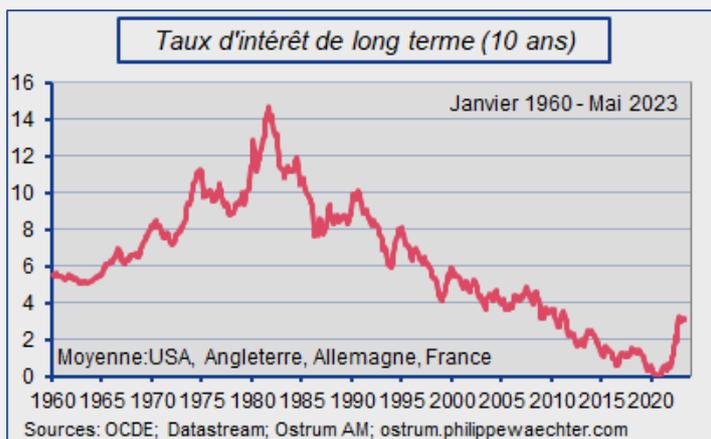
Le monde change et avec lui les modes d'ajustement de l'économie globale. L'inflation qui a été très faible depuis une trentaine d'années va s'inscrire à un niveau plus élevé dans la durée. L'économie se transforme, elle n'est plus celle de la globalisation à tout prix, elle devient celle de la relocalisation et de la transition énergétique. Un taux d'inflation plus fort aidera à cette transformation.

Le taux d'inflation plus important redonnera tout son rôle aux modes d'action traditionnels des banques centrales et un moindre attrait pour les achats d'actifs par les autorités monétaires. L'autre point est que l'investissement nécessaire à la transition énergétique se traduira par une demande de capitaux plus élevée. Ceci se traduira par des taux d'intérêt de long terme plus forts qui retrouveront des niveaux compatibles avec leur rôle d'allocation des ressources dans le temps.

* * *

Le monde est bouleversé. La pandémie, l'inflation, la guerre en Ukraine, la prise de conscience des questions climatiques ou encore les relations tendues entre les Etats-Unis et la Chine suggèrent que le monde de demain ne sera pas une réplique ou un prolongement du passé. Il est peu pertinent de penser que le cadre dans lequel s'inscrit l'économie mondiale pour les 5 ou 10 prochaines années soit une copie de ce qui s'est passé de la crise financière à la crise sanitaire.

Ce point à l'échelle de l'économie globale doit être étendu aux marchés financiers et notamment aux taux d'intérêt de long terme dont le profil a été baissier depuis le début des années 1980 avec la globalisation financière qui s'est installée lors de la présidence de Ronald Reagan. Cette longue période s'est achevée avec le retour de l'inflation et les politiques monétaires restrictives



Ce long mouvement de repli des taux d'intérêt de long terme a largement bénéficié au secteur bancaire et financier en revalorisant l'ensemble des actifs.

Cinq remarques:

- La longue phase de globalisation financière est concomitante à une tendance à la désinflation dans tous les pays développés. Dans de nombreuses études, ce facteur commun explique une grande partie de la baisse de l'inflation puis sa stabilité à un très bas niveau.
- Tant que la globalisation est le facteur macroéconomique majeur, le risque de reprise de l'inflation était de probabilité faible.
- Chaque pays avait aussi intérêt à ne pas avoir de biais inflationniste pour rester compétitif. La globalisation financière a eu un rôle majeur de discipline dans les comportements de politique économique. La France est bien placée pour le savoir.
- Le faible niveau des prix de l'énergie même si le prix du pétrole a fluctué avant et après la crise financière. Déflaté par les prix à la consommation, le prix du baril de Brent est au même prix qu'après le deuxième choc pétrolier, avant la longue période du contrechoc pétrolier. On constate aussi que le prix du pétrole ne s'installe jamais sur une tendance haussière permanente.

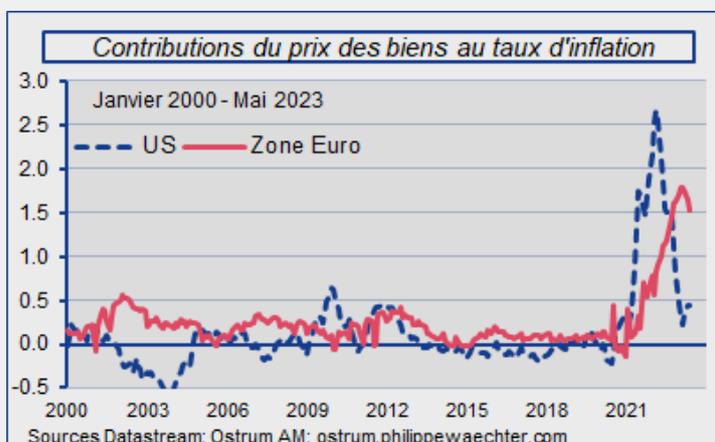
La bataille entre producteurs est généralement la source de fluctuation du prix de l'or noir.

C'est pour cela qu'il ne faut pas compter sur eux si l'objectif est de réduire drastiquement la consommation d'énergies fossiles. La taxe carbone sera sûrement plus efficace.

- La globalisation a eu aussi pour effet de réduire le pouvoir de négociation des salariés au sein des pays industrialisés. La menace de délocalisation des outils de production avec son pendant négatif en termes d'emplois a été une arme qui a maintenu les taux de salaire relativement bas sans pour autant empêcher le développement des emplois ailleurs et sans réduire non plus le phénomène de désindustrialisation.

C'est un point développé par Joe Biden depuis sa campagne présidentielle autour du concept de "politique économique de la classe moyenne".

- Cette mondialisation de l'économie a été une source majeure de désinflation pour les pays occidentaux. La délocalisation de la production puis son développement dans les pays émergents ont engendré une baisse de coût et des prix d'importation très compétitifs. De 2000 à 2020, la contribution moyenne du prix des biens au taux d'inflation a été proche de 0 en zone Euro et nulle aux US, il faut y voir les effets de cette délocalisation de la production.



- Les banques centrales ont été crédibles dans la gestion de l'inflation. Pour les 4 raisons évoquées ci-dessus, les pressions inflationnistes étaient limitées et lorsque l'inflation progressait vivement, en raison essentiellement de la hausse du prix du pétrole, celle-ci ne s'est jamais franchement inscrite dans la durée parce que le relai sur les salaires n'était pas marqué.

Le rôle des banques centrales a donc été de créer les conditions pour que les tensions nominales n'existent pas hors effets liés à l'énergie. C'est pour cela que généralement, elles répondaient davantage aux signaux sur l'activité qu'à ceux sur les prix.

Ces facteurs ont maintenu le taux d'inflation stable et bas au sein des pays développés. Désormais ils se sont estompés pour partie.

La globalisation n'a plus exactement la même forme que dans un passé récent. La Chine n'a plus le même statut. De source d'impulsion pour l'économie mondiale, elle est devenue un sujet de méfiance. Des entreprises sont bannies dans certains pays y compris en Europe et les US ont réduit drastiquement la possibilité de faire des transferts de technologie.

La dynamique commune qui irradiait permettant une longue phase de désinflation et une allocation efficace des ressources n'est plus le facteur dominant.

On ne peut en tout cas plus faire l'hypothèse que la contribution du prix des biens, principal porteur de la désinflation, soit voisine de 0% comme cela a été le cas de 2000 à 2020.

En outre, la situation est plus complexe car la Chine reste un pays où il y a beaucoup d'assemblage de produits technologiques dont les pays développés sont très dépendants. La Chine pourrait faire le pari que la relocalisation de l'activité au sein des pays occidentaux ne sera pas aussi marquée qu'attendue dans les pays développés, en tout cas pas sur tous les produits importés.

Cela lui permettrait de fixer les prix de ces produits au niveau que l'Empire du Milieu déterminera, au risque de provoquer un biais haussier sur la contribution du prix des biens pour les pays développés. C'est une dimension du rapport de force qui s'établit. Le changement d'allure de la globalisation aura aussi une incidence sur le marché du travail. Celui-ci ne sera plus aussi large et de fait, les salariés retrouveront un pouvoir de négociation dans les discussions sur les salaires. La menace d'investir ailleurs a ainsi trouvé sa limite.

On verra aussi ce qu'il en est du comportement des banquiers centraux après l'épisode actuel d'inflation. Pourront-ils conserver le même type de cible d'inflation si le taux d'inflation tendanciel est un peu plus fort. Mais alors qu'est-ce que la stabilité des prix ? On peut s'attendre à une généralisation des cibles floues telle que définie par la Federal Reserve américaine qui indique un taux d'inflation moyen de 2% dans le long terme.

L'inflation ne sera plus la même

Outre ces éléments qui ont changé, l'économie est aussi bouleversée par d'autres facteurs. Le changement climatique et la transition énergétique est un cadre nouveau dans lequel l'économie globale devra s'inscrire rapidement.

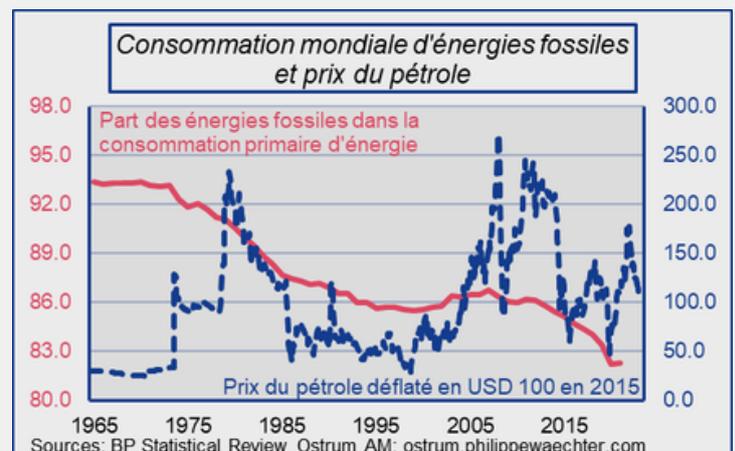
La réduction des émissions de gaz à effet de serre ne trouvera sa réalité que dans le recul de l'utilisation des énergies fossiles. Il faudra pour cela renchérir le coût d'utilisation de ces énergies. On se réjouit à court terme du repli du prix du gaz ou du pétrole pour des raisons conjoncturelles mais cela n'est pas compatible avec la transition énergétique.

Dans un papier récent, Christian de Perthuis indique ainsi que la baisse des émissions en France n'est pas compatible avec la Stratégie Bas Carbone. Depuis 1990, ces émissions ont reculé d'un quart selon une tendance de -1.8% par an. Pour être en phase avec l'atteinte de l'objectif de -55% en 2030 (par rapport à 1990) il faut passer à un recul de -5% par an pour les années qui restent. Comment le faire sans toucher au prix ?

Le prix doit augmenter pour désinciter à l'utilisation des énergies fossiles. Pour dire les choses autrement, le prix réel du pétrole a peu évolué depuis une quarantaine d'années et la part des énergies fossiles dans la consommation primaire d'énergie est relativement stable et toujours au-dessus de 80% en 2021 (dans l'attente des chiffres 2022 par BP).

Pour fixer les idées, le scénario associé à la neutralité carbone en 2050 suggère une consommation d'énergies fossiles voisine de 20% (BP Energy Outlook 2023).

Au regard des comportements actuels, la projection pour 2050 est à 59%. C'est beaucoup moins qu'actuellement mais presque trois fois supérieur au scénario de neutralité. Le prix va avoir un rôle clé dans l'évolution à venir de la consommation de gaz, de pétrole et de charbon.

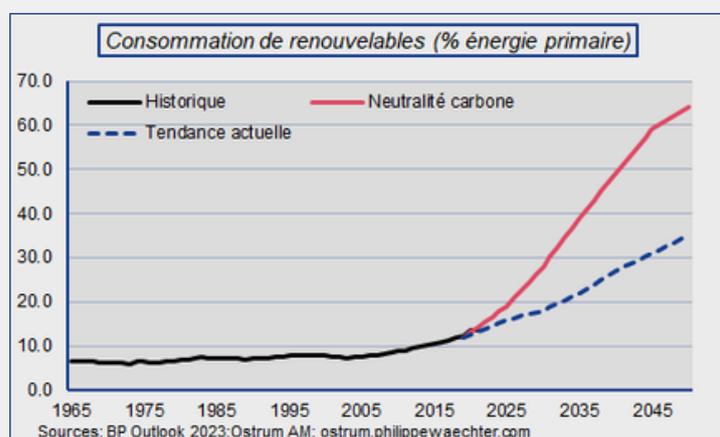


L'autre point est que l'augmentation de la consommation d'énergie renouvelable va être multipliée par 4.5 en 2050 en restant dans le scénario de neutralité carbone. Elle doit passer de 14% de la consommation primaire d'énergie à 64% en 2050 pour respecter la neutralité.

Dans le même temps, la part de l'électricité dans la consommation finale d'énergie devrait passer de 21 en 2021 à 51% en 2050 (selon BP Energy Outlook 2023). Ces données pour indiquer le revirement complet du modèle de développement et une demande associée au renouvelable et à la production d'électricité qui va bouleverser le marché des matières premières, le marché de ce qui est utile à ces évolutions.

Là aussi le prix de certaines commodities va augmenter rapidement. Le niveau des prix en seront fortement affectés mais aussi leur volatilité. La transition ne sera pas un long chemin fait de tranquillité.

Par ailleurs, ce changement dans les prix des matières premières ne sera pas sans conséquences géopolitiques car les réserves de ces matières non encore transformées sont souvent localisées dans des pays qui ne sont pas ceux qui disposent actuellement des énergies fossiles qui ont fait leur richesse.



Pour l'instant l'effort est insuffisant pour se caler sur la trajectoire vertueuse. L'ensemble de ces ajustements se fera par la volonté de chacun, par des investissements massifs mais aussi par les prix. On ne peut pas faire l'hypothèse que ces changements radicaux seront neutres sur la dynamique des prix, sinon les prix ne jouent plus de rôle dans l'ajustement macroéconomique. C'est un peu excessif.

On peut sur ce point évoquer des propos d'Alan Blinder qui, analysant l'inflation des années 1970, indiquait que la transformation nécessaire suite à la hausse du prix du pétrole et des changements structurels à l'œuvre à l'époque nécessitaient un taux d'inflation un peu plus élevé que celui associé à la stabilité des prix afin de faciliter les ajustements pour se caler sur la bonne trajectoire.

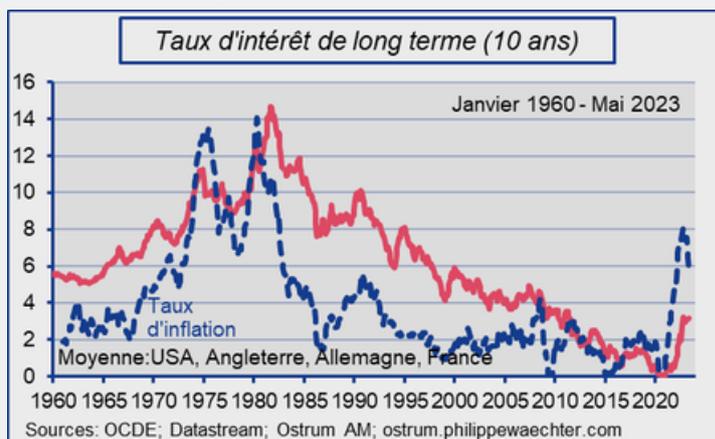
Quelle dynamique pour les taux d'intérêt de long terme ?

En tendance le taux d'inflation sera plus élevé que celui observé depuis une vingtaine ou une trentaine d'années. Cela correspond au bouleversement du monde, au changement d'équilibre. Le cadre d'une globalisation coordonnée et coopérative est en partie terminée. Les rapports de force entre grandes puissances orientent désormais les relations internationales avec une particularité qui reflète la forte dépendance économique entre les grandes régions du monde. Par le passé, une telle situation n'était pas observée car la rivalité économique ou politique n'était jamais suffisante. Ce n'est plus le cas. C'est une situation nouvelle.

L'économie globale ne pourra plus être aussi bien coordonnée que par le passé.

Un taux d'inflation plus élevé en tendance devrait provoquer des taux d'intérêt de long terme plus forts dans la durée. On doit avoir à l'esprit ce qui s'est passé dans les années 60. La progression de l'inflation en raison notamment des tensions sur l'appareil productif ne s'est traduite en taux d'intérêt plus élevés qu'avec des délais. Le phénomène est symétrique lorsque l'inflation recule, le taux d'intérêt met du temps à s'ajuster à de nouvel équilibre.

Si je ne crois pas à un taux d'inflation qui s'établirait à des niveaux comparables à ceux des années 1970, il est probable qu'un taux d'inflation, pour toutes les raisons évoquées, plus haut, se traduirait par des taux d'intérêt durablement plus élevés.



Ce phénomène inflationniste est majeur pour appréhender le profil des taux d'intérêt. On peut rajouter trois autres phénomènes.

- Les banques centrales vont récupérer la gestion des taux d'intérêt de court terme. Ceux ci ne seront plus condamnés à être voisin de 0% comme cela a été le cas souvent depuis la crise financière.

La raison pour laquelle les banques centrales ont acheté sur une grande échelle des actifs c'est parce que leurs propres taux d'intérêt se heurtaient à la limite basse de 0%. Ne pouvant plus agir sur les prix, elles ont agi sur les quantités.

En retrouvant des marges de manœuvre sur les taux d'intérêt de court terme, les autorités monétaires remettent en arrière plan ces mesures non orthodoxes. Sauf choc de grande ampleur, l'attitude des banques centrales ne permettra plus de maintenir les taux d'intérêt de long terme bas dans la durée. C'est normal en raison d'une inflation plus élevée. Cela aura aussi des vertus disciplinaires sur les politiques budgétaires puisque les dettes émises ne seront plus achetées par les banques d'émission.

- La croissance potentielle va être au cœur des problématiques posées au cours des prochaines années. La relocalisation et la politique industrielle qui sont les deux faces d'une même pièce ont pour objectif de redynamiser l'activité industrielle et la productivité qui y est associée. Si effectivement cette stratégie est efficace, alors la croissance potentielle sera plus forte, validant des taux d'intérêt réels plus élevés.
- Dans un propos remarqué mettant en avant l'excès d'épargne, Ben Bernanke expliquait, en 2005, le niveau bas des taux d'intérêt par ce déséquilibre entre une épargne excessive et un investissement insuffisant. Indépendamment des questions d'inflation, le taux d'intérêt réel traduit l'équilibre entre épargne et investissement.

Dans les prochaines années, le besoin d'investissement pour satisfaire à la transition énergétique va être considérable. Jean Pisany Ferri et Selma Mahfouz parlaient, dans un rapport récent, de 70 milliards par an à l'échelle de la France pour satisfaire à cet objectif. L'investissement massif sera un facteur de hausse des taux d'intérêt de long terme.

Le taux d'intérêt réel d'équilibre sera certainement plus élevé que celui observé ces dernières années.

Le monde change, et les taux d'intérêt retrouvent un pouvoir d'allocation intertemporelle des ressources.

Quelles projections à moyen terme ?

Il y a plusieurs problématiques posées: La première est celle de la croissance attendue au cours des 5 prochaines années. Le deuxième est celle de l'inflation. La troisième est celle de la tendance sur les taux d'intérêt.

La question de la croissance

Caler des chiffres de croissance à moyen terme c'est savoir si la tendance sur la période à venir sera le prolongement de celle observée par le passé ou s'il y a un élément permettant d'attendre une amélioration ou une décélération par rapport à cette référence.

Aux US, la croissance moyenne avant la crise sanitaire était de 2.2% par an, elle était de 1.6% en zone Euro.

La contrainte est celle de la transition énergétique. Elle doit se traduire par une baisse des émissions de GES à l'horizon 2030. Tous les pays sont en deçà des objectifs qu'ils se sont fixés.

Le moyen est la politique industrielle qui doit permettre de redynamiser l'activité et de décarboner la production.

Le scénario de référence est celui dans lequel la politique industrielle volontariste compense les effets récessifs de la réduction des émissions. Cela permet à terme de prolonger la tendance passée. A court terme, les effets pénalisants de la politique monétaire maintiendront l'activité sous cette tendance.

Un scénario bas dans lequel la volonté associée à la politique industrielle s'étirole et ne permet pas de compenser les effets négatifs résultants de la réduction des émissions de GES.

Le scénario haut combine une volonté politique forte et une prise de conscience collective face à la nécessité de converger vers la trajectoire cohérente avec la transition énergétique.

La question de l'inflation

Le deuxième point est celui de l'inflation. J'ai indiqué que je ne croyais pas à un retour au cadre antérieur dans lequel le taux d'inflation tendanciel était entre 1.5 et 2% en zone Euro et voisin de 2% aux US.

A très court terme, le taux d'inflation va ralentir. Je ne crois pas à une persistance de l'inflation actuelle. Les sources qui ont fait l'inflation actuelle ont disparu et les salaires s'ajustent sur l'inflation passée qui ralentit franchement.

A moyen terme, le scénario de référence repose sur un taux d'inflation plus élevé que celui observé, en tendance, au cours des années avant la crise. J'ai développé ces points dans le chapitre précédent.

Le scénario dégradé serait celui dans lequel le taux d'inflation actuel ne ralentit pas et que se greffe sur la trajectoire actuelle les effets associés à la transition énergétique.

Conceptuellement, il est compliqué de faire un scénario de bouleversement macroéconomique dans lequel l'inflation ne puisse être une source d'ajustement. La stabilité des prix, historiquement, ne paraît pas compatible avec une situation de rupture. Néanmoins, dans le scénario de croissance enthousiaste, l'inflation pourrait être un peu moins élevée que dans le scénario de référence.

La question des taux d'intérêt

Au regard du scénario sur l'inflation et pour les raisons développés dans le chapitre précédent, j'anticipe des taux d'intérêt plus élevés dans la durée.

Je ne crois pas à un retour vers des taux d'intérêt très bas comparables à ceux observés de la crise financière à la pandémie. Les banques centrales ne vont pas gonfler leur bilan car dans la durée, elles perdraient leur crédibilité.

Le scénario dégradé serait celui compatible avec un taux d'inflation plus élevé.

Le scénario cohérent avec celui d'une croissance enthousiaste se traduirait par des taux un peu plus bas.

Croissance du PIB						
	Etats-Unis			Zone Euro		
	Dégradé	Référence	Optimiste	Dégradé	Référence	Optimiste
2023	0.5 - 1.0	1.3 - 1.8	1.5 - 2.0	-0.2 - 0.3	0.2 - 0.7	0.5 - 1.0
2024	0.0 - 0.5	0.5 - 1	1.0 - 1.5	-0.2 - 0.3	1.0 - 1.5	1.5 - 2.0
2025	2.0 - 2.5	2.5 - 3.0	2.0 - 2.5	0.5 - 1.0	1.5 - 2.0	1.8 - 2.3
2026	1.5 - 2.0	2.0 - 2.5	2.3 - 2.8	1.0 - 1.5	1.5 - 2.0	1.8 - 2.3
2027	1.5 - 2.0	2.0 - 2.5	2.3 - 2.8	1.0 - 1.5	1.5 - 2.0	1.8 - 2.3
2028	1.5 - 2.0	2.0 - 2.5	2.3 - 2.8	1.0 - 1.5	1.5 - 2.0	1.8 - 2.3

Source: Recherche économique - Ostrum AM

Taux d'inflation						
	Etats-Unis			Zone Euro		
	Dégradé	Référence	Optimiste	Dégradé	Référence	Optimiste
2023	3.5 - 4.0	2.5 - 3.0	2.5 - 3.0	3.5 - 4.0	2.5 - 3.0	2.5 - 3.0
2024	3.0 - 3.5	2.0 - 2.5	2.0 - 3.5	3.0 - 3.5	1.8 - 2.3	1.8 - 2.3
2025	4.0 - 4.5	2.5 - 3.0	2.5 - 3.0	4.0 - 4.5	2.5 - 3.0	2.5 - 3.0
2026	4.0 - 4.5	2.8 - 3.3	2.5 - 3.0	4.0 - 4.5	2.8 - 3.3	2.5 - 3.0
2027	4.0 - 4.5	3.0 - 3.5	2.5 - 3.0	4.0 - 4.5	3.0 - 3.5	2.5 - 3.0
2028	4.0 - 4.5	3.0 - 3.5	2.5 - 3.0	4.0 - 4.5	3.0 - 3.5	2.5 - 3.0

Source: Recherche économique - Ostrum AM 2023 - Fin d'année

Taux d'intérêt à 10 ans						
	Etats-Unis			Zone Euro		
	Dégradé	Référence	Optimiste	Dégradé	Référence	Optimiste
2023	3.5 - 4.0	2.5 - 3.0	2.5 - 3.0	3.5 - 4.0	2.5 - 3.0	2.5 - 3.0
2024	3.0 - 3.5	2.0 - 2.5	2.0 - 3.5	3.0 - 3.5	1.8 - 2.3	1.8 - 2.3
2025	4.0 - 4.5	2.5 - 3.0	2.5 - 3.0	4.0 - 4.5	2.5 - 3.0	2.5 - 3.0
2026	4.0 - 4.5	2.8 - 3.3	2.5 - 3.0	4.0 - 4.5	2.8 - 3.3	2.5 - 3.0
2027	4.0 - 4.5	3.0 - 3.5	2.5 - 3.0	4.0 - 4.5	3.0 - 3.5	2.5 - 3.0
2028	4.0 - 4.5	3.0 - 3.5	2.5 - 3.0	4.0 - 4.5	3.0 - 3.5	2.5 - 3.0

Source: Recherche économique - Ostrum AM 2023 - Fin d'année