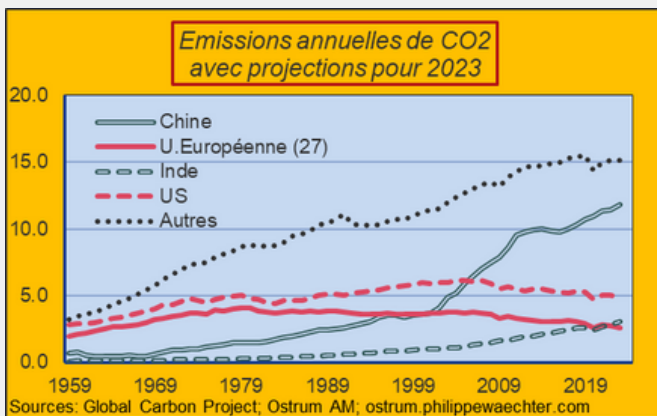




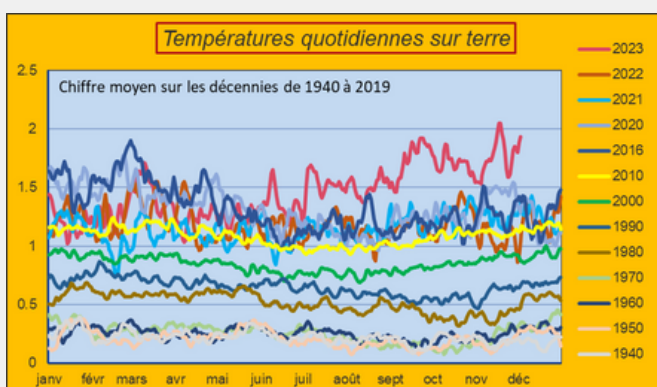
LES CLEFS DE LA SEMAINE



**Le graphe qui me plaît ou me préoccupe
cette semaine:**



**A suivre cette semaine
Le résultat de la COP28**



- L'ISM US ne montre pas de signaux de récession
- La Chine continue de pénaliser le commerce extérieur allemand
- Les ventes de détail en zone Euro: en attendant le reflux de l'inflation
- Les salaires en zone Euro: la mesure Indeed en avance sur celle des salaires négociés
- Les salaires en France: le rôle du SMIC
- La question du SMIC: le nombre de personnes payées au SMIC augmente avec l'inflation.
- Le marché du travail US: atterrissage
- Température record en 2023: l'année la plus chaude
- Emissions de CO2 record en 2023: le poids du charbon, l'importance de la Chine et l'Inde qui dépasse l'Union Européenne.
- Risque géopolitique, Risque climatique: nouvelle forme et nouvelles contraintes de la globalisation
- Chine: Déflation et Perspectives négatives selon Moody's: le ciel s'assombrit.
- Et si les taux d'intérêt restaient élevés ?
- D'une économie de la demande à une économie de l'offre
La question n'est plus de gérer la demande via la politique monétaire. Elle est de relocaliser les gains de productivité via une politique industrielle conditionnée par la transition énergétique. Il faut beaucoup investir et attirer les capitaux.
Les taux d'intérêt changent de statut.



L'ISM US ne montre pas de signaux de récession

L'indice ISM global s'est inscrit à 51.7 au mois de novembre. L'indicateur au-dessus du seuil de 50 indique que l'**activité américaine continue de progresser**. Le chiffre moyen état de 52.6 durant les mois d'été.

La cohérence avec l'évolution du chiffre du PIB suggère que l'**expansion** des trois derniers mois de l'année sera **moins vive** qu'au troisième trimestre mais ne s'inscrira pas en territoire négatif. Les services restent forts alors que le secteur manufacturier est fragile depuis la fin 2022.

La Chine continue de pénaliser le commerce extérieur allemand

La mesure montre l'importance de l'impulsion chinoise dans les exportations allemandes. Très forte au moment de la sortie de la pandémie, cette contribution s'étiolé et est négative depuis l'automne 2020. Les exportations vers la Chine ne sont plus une source de progression de l'activité allemande.

Les ventes de détail en zone Euro: en attendant le reflux de l'inflation

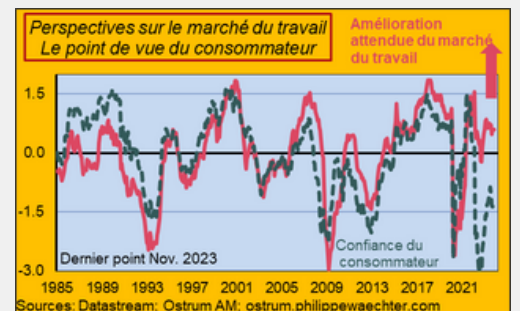
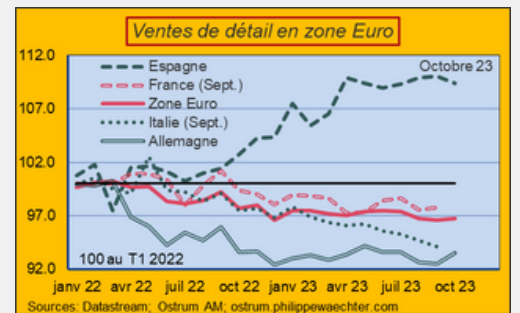
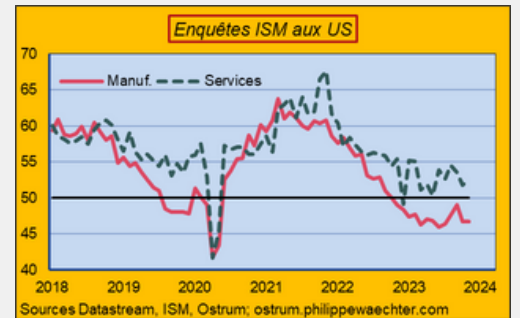
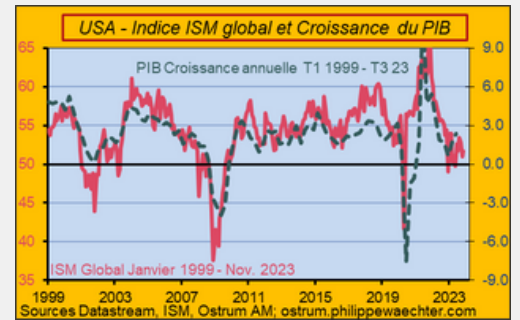
Depuis le début de l'année 2023, le **niveau des ventes de détail est stabilisé** pour l'ensemble de la zone Euro. Il s'inscrit à environ **3% de moins qu'au début de l'année 2022** (1er graphe).

Les profils par pays sont **hétérogènes**. En Allemagne et en Italie les niveaux sont faibles et continue de se dégrader en Italie.

En France, les ventes pénalisent la croissance de l'activité. En revanche en Espagne l'accélération a été forte jusqu'au printemps 2023 mais s'est stabilisée depuis.

La **confiance des consommateurs s'améliorera avec la confirmation du ralentissement de l'inflation**. Cela aura un impact positif sur les dépenses.

L'emploi est toujours perçu comme robuste pour les 12 prochains mois par les européens.



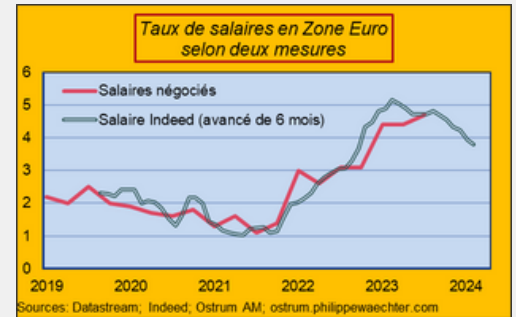


Les salaires en zone Euro

La mesure publiée par la BCE porte sur les **salaires négociés** par les entreprises. Au troisième trimestre, la hausse constatée est de **4.7%** et c'est la plus forte observée depuis le début de la zone Euro en 1999.

J'ai comparé cette série avec celle publiée par le site Indeed.

Avec un décalage, les profils sont similaires. La **mesure Indeed traduit un flux** puisqu'elle concerne les nouveaux contrats alors que **la mesure de la BCE est un stock** relatif à l'ensemble y compris les anciens contrats. On constate que l'allure sera plutôt baissière dans les prochains mois pour la mesure de la BCE.

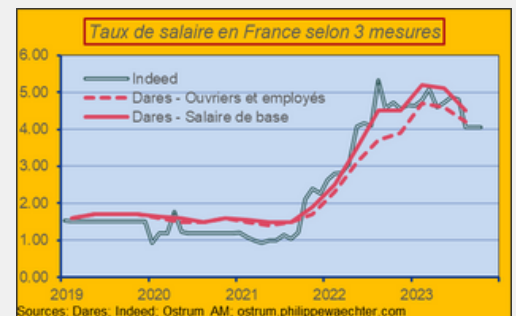


Les salaires en France

La Dares, la direction du ministère du travail sur les études et les statistiques, publie tous les trimestres deux mesures du **taux de salaire**. L'une reflète le salaire de base et l'autre le salaire des ouvriers et employés.

La mesure Indeed est en bleu/vert.

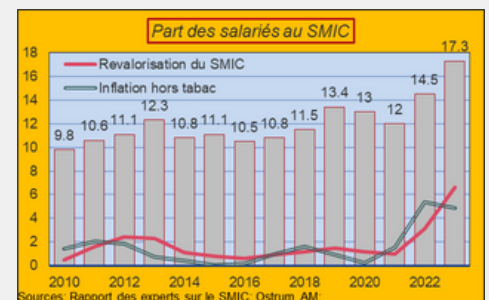
Les deux mesures de la Dares se ressemblent davantage sur une plus longue période mais il y a eu dans l'épisode inflationniste, une indexation rapide du SMIC qui se retrouve davantage dans le salaire de base. **Le salaire Indeed reflète plutôt cette mesure de base.**



La question du SMIC

La **part des salariés au SMIC** s'est inscrite à **17.3%** en **2023** contre moins de 10% en 2010.

Cette accélération est le résultat de la **hausse rapide du SMIC** (rouge sur le graphe) en raison de l'indexation de cette mesure sur l'inflation hors tabac (bleu/vert).



L'**ensemble des bas salaires n'étant pas indexé de la même façon**, la progression du SMIC "rattrape" ceux qui sont payés juste un peu plus mais qui n'ont pas bénéficié de la mesure de revalorisation.

Cela pose deux questions:

L'une pour les finances publiques en raison de la prise en charge des charges sociales puisque la part des bas salaires augmente mécaniquement.

L'autre est celle de l'incitation pour les salariés qualifiés qui étaient payés au-dessus du SMIC mais qui se font rattraper en raison des revalorisations (**écrasement de la grille des salaires**).



Le marché du travail US

199 000 emplois ont été créés en novembre aux Etats-Unis. C'est l'intervalle des emplois nouveaux depuis le début de l'année.

3/4 de ces emplois proviennent du secteur privé et 1/4 de l'administration (ce qui est élevé).

Ce flux de création d'emplois suggère que l'économie US ne s'étiolé pas et que **l'économie se porte plutôt bien** même si dans ces chiffres il faut intégrer la fin des grèves dans l'automobile et en partie à Hollywood.

Les **entreprises sont néanmoins moins ambitieuses dans les créations de jobs pour les mois qui viennent**. C'est ce qu'indique le profil des emplois disponibles publié au cours de la semaine.

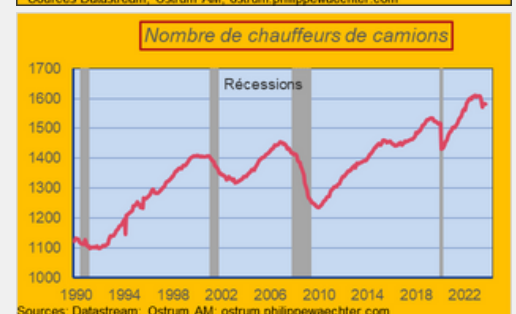
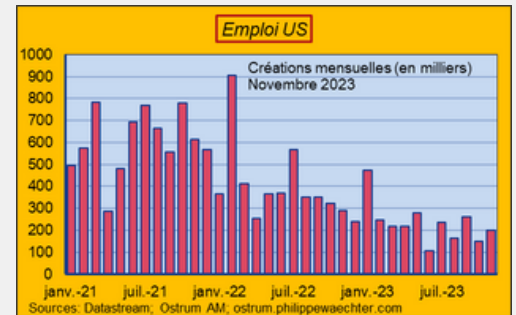
Ce changement d'allure que ne manquera pas d'avoir le marché du travail résulte du profil de la **population active**. Son **niveau est revenu** depuis cet automne sur la **tendance** qui prévalait dans le cycle précédent. Il y a une forme de **normalisation** qui fait suite au terrible choc de la pandémie.

On constate aussi que **le marché est probablement un peu moins ouvert**. Le nombre d'emplois pris par des personnes qui n'étaient pas dans la population active (c'est à dire une population qui n'était ni en emploi ni à la recherche active d'un emploi) ralentit depuis l'été.

C'est un chiffre qui néanmoins reste très au-dessus de celui constaté en 2009 lors de la récession. C'est aussi une façon de voir que l'on ne se précipite pas dans ce gouffre. C'est à mon sens une autre façon de visualiser la normalisation de ce marché du travail.

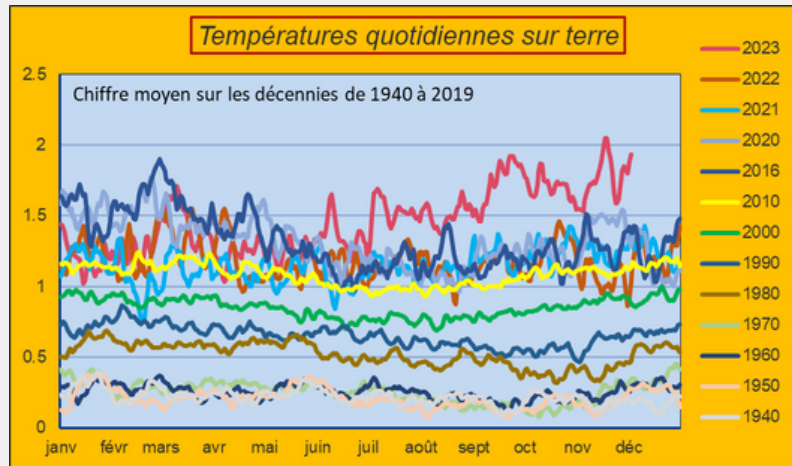
Les **taux de salaires** en variation sur un an continuent de s'ajuster à la baisse. J'ai rajouté la mesure de la Fed d'Atlanta, plus représentative. On constate que les profils sont proches. C'est aussi une **mesure de la normalisation du marché du travail**.

Un **indicateur à surveiller**, le nombre de **conducteurs de camions**. C'est un indicateur de dynamisme du commerce. Ce chiffre est moins dynamique qu'il y a quelques mois. Depuis 1990, le retournement de cet indicateur est annonciateur d'une récession.





Température record en 2023



Ce graphe met en exergue **l'année 2023 qui sera la plus chaude jamais enregistrée**. Pour faciliter la comparaison avec les données quotidiennes depuis 1940, j'ai fait la moyenne quotidienne par décennie. Cela permet de voir plus facilement la progression et le changement avec la décennie qui démarre en 2000. L'année 2016 était la plus chaude avant 2023 et c'est pour cela qu'elle est présentée.

On constate que **la température moyenne du globe a dépassé à plusieurs reprises le seuil de 1.5°C et même de 2°C à la mi-novembre**.

Il est encore trop tôt néanmoins pour indiquer que les objectifs de l'Accord de Paris sont dépassés. Il faut que ce dépassement s'inscrive dans la durée et pas seulement sur quelques mois. On peut quand même s'interroger.....

Emissions de CO2 record en 2023

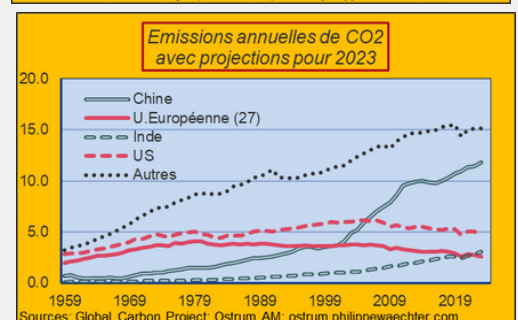
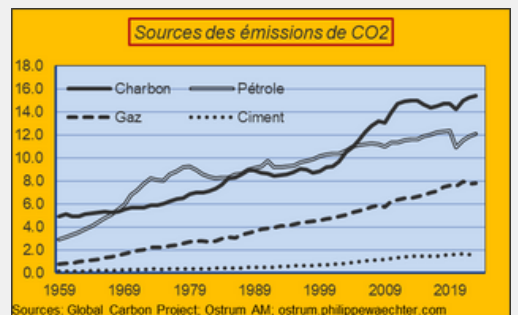
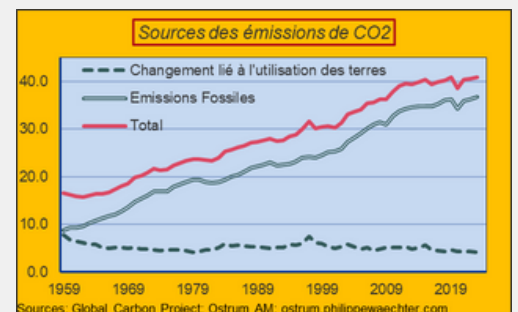
Les **émissions de CO2 auraient augmenté de 1.1% en 2023** par rapport à 2022 si l'on prend comme référence les émissions fossiles. Par rapport à **2019**, la progression serait de **1.3%**.

Corrigé du changement d'utilisation des terres (dé ou reforestation, artificialisation..) la hausse ne serait que de 0.5%. et de -0.1% par rapport à 2019.

Un aplatissement de la tendance est observé depuis 2012.

Le **charbon** reste le principal émetteur avec 42% contre 33% pour le pétrole et 21 pour le gaz.

La **Chine** reste le **plus gros contributeur** mais sa tendance est plus réduite que sur sa période de décollage (2000/2011). **L'Inde dépasse l'Union Européenne**. La tendance est à la baisse aux US et dans l'UE avec la capacité de continuer de voir le PIB augmenter.





Risque géopolitique, Risque climatique

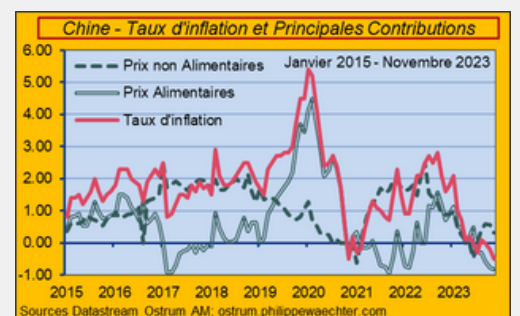
Les deux principaux risques à la fois. L'un est d'**ordre géopolitique** et concerne le **canal de Suez** avec des tensions au Yémen, l'autre est lié à la **sécheresse** (El Nino) qui sévit sur le **canal de Panama**. Sur le canal de Suez le risque est de voir les passages de bateaux se réduire. Au **Panama, c'est déjà le cas**, le nombre de bateaux a été réduit à 167 durant la première semaine de décembre contre 238 l'an dernier sur la même semaine. Ces **deux voies de communication** essentielles entre l'Asie, l'Europe et les États-Unis sont menacées pour des raisons très différentes, mais elles risquent de **perturber le commerce et la production à l'échelle mondiale** puisque d'autres voies sont possibles (Cap de Bonne Espérance) mais elles sont plus longues et plus coûteuses. C'est aussi la nouvelle forme de la mondialisation et de ses contraintes.

Chine: Déflation et Perspectives négatives selon Moody's

Le solde du commerce extérieur chinois s'est légèrement amélioré en novembre à 68.4 Mds de dollars mais il reste un peu en-dessous de sa moyenne sur 12 mois qui s'inscrit à 72.1 Mds. Le point positif est la stabilisation de l'activité manufacturière mondiale qui devrait permettre de prolonger le rebond des exportations chinoises. Cela **tirera peut être la Chine de la déflation** dans laquelle elle s'enfonce. En novembre, l'indice des prix baissait de -0.5% sur un an. Cela tient principalement aux prix alimentaires (le porc notamment) dont la contribution a été de -0.8%.

Pour les prix non alimentaires, la contribution n'est que de 0.3%. Cela ne traduit pas une demande interne forte et pour des chiffres aussi faibles, la probabilité d'une déflation même sur les biens et services non alimentaires n'est pas nulle.

L'**agence Moody's** a abaissé les perspectives de l'économie chinoise de stable à négatif. Cela traduit une inquiétude sur le **marché de l'immobilier** qui ne se rééquilibre pas en dépit des aides gouvernementales et donc la faiblesse pèse lourdement sur la croissance du PIB. Cela traduit aussi **les difficultés des gouvernements régionaux et locaux qui sont très endettés et ne disposent plus des revenus liés à l'immobilier en récession**. Ces gouvernements locaux étaient au cœur de la dynamique de la politique économique chinoise, ils n'ont plus les moyens de relancer l'activité. Moody's s'attend à un ralentissement de la croissance à 4% en 2024 et 2025 et à **3.8% de 2026 à 2030** et une croissance potentielle à 3.5% en 2030.





Turbulences Macroéconomiques #4 Décembre 2023

Et si les taux d'intérêt restaient élevés ?

La baisse de l'inflation alimente les anticipations de baisse des taux d'intérêt de la part des banques centrales. Pourtant l'économie a changé et ne réagit plus autant que par le passé aux mouvements de taux.

Aux US, en dépit de la politique monétaire, la demande est encore très forte.

Faut-il la renforcer ou ne serait-il pas plus efficace de créer les conditions d'une transformation en profondeur pour améliorer les gains de productivité, l'emploi, les revenus et l'autonomie de la croissance ?

Des taux d'intérêt forts auraient un pouvoir attractif pour faciliter cette transformation de l'économie. L'économie change et la logique associée aussi.

L'inflation ralentissant, les investisseurs considèrent que les banques centrales vont se hâter d'abaisser leurs taux d'intérêt de référence.

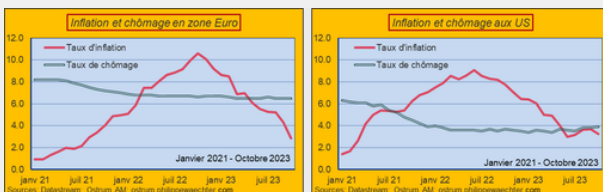
La forte hausse des prix avait incité les banques centrales à durcir leur stratégie monétaire. La fin de l'épisode inflationniste se profilant à un horizon pas trop éloigné, il est attendu que la dynamique s'inverse et que l'on retourne vers la situation qui prévalait avant la pandémie.

La gestion de la politique économique était alors conditionnée et mesurée à l'aune de sa capacité à soutenir la demande même si cela se traduisait par un endettement plus rapide des agents économiques privés. La stratégie des banques centrales était incluse dans cette dérice.

La baisse des taux d'intérêt serait le retour à l'économie d'avant.

Dans l'économie d'avant, la politique monétaire restrictive, qui a caractérisé les stratégies menées par la Fed ou la BCE, aurait dû se traduire par un fort coup d'arrêt sur l'activité. Le taux de chômage aurait dû gagner quelques points à la hausse.

Cela n'a pas été du tout le cas. A la fin de l'épisode inflationniste, le taux de chômage est comparable à ce qu'il était au début.



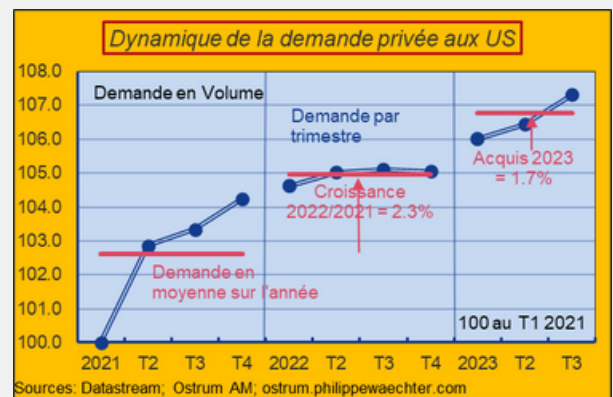
Le modèle est à revoir. Christine Lagarde dans son propos à Jackson Hole évoquait cette question et l'inefficacité de la politique monétaire.

L'impact de la politique monétaire ne passe plus par la demande. Dès lors, la gestion de l'inflation est passée par d'autres vecteurs, d'autres canaux que ceux directement associés à la demande.

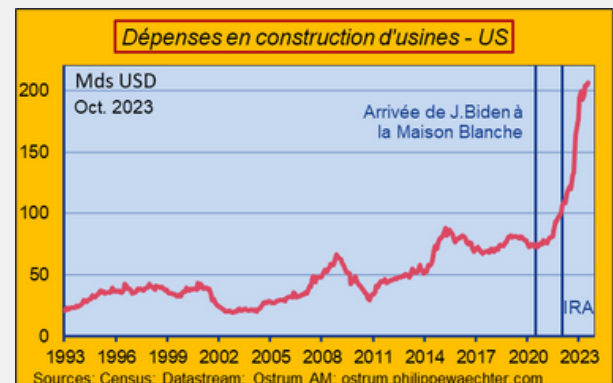
Si la demande ne réagit pas au resserrement de la politique monétaire, quelle serait l'efficacité d'une baisse rapide des taux d'intérêt ?

La demande aux US n'est pas en difficulté. Elle continue de progresser rapidement éloignant mois après mois le risque de récession. Dès lors, quel serait l'intérêt de l'alimenter encore davantage ? Cela risquerait de faire repartir l'inflation qui se modère.

On ne doit stimuler la demande que lorsqu'elle est fragile et peu dynamique. C'est le credo keynésien. On n'est pas du tout dans ce cadre.



Il n'y a pas que le consommateur qui dépense beaucoup. **L'investissement en usines progressent vivement** sous l'ère Biden. Depuis le Chips Act et l'Inflation Reduction Act, la forme de l'économie à changer radicalement. L'envie de construire des usines envahit le pays.



C'est cet aspect qui est crucial. **L'offre se transforme et des taux d'intérêt élevés ne sont pas nécessairement une contrainte.**



Turbulences Macroéconomiques #5 Décembre 2023

La politique économique veut attirer les capitaux pour faciliter et accélérer la transformation de l'économie

Elle doit se transformer pour **garantir un emploi à tous**, c'est le propos de Joe Biden pendant sa campagne électorale lorsqu'il conditionnait sa stratégie économique au citoyen moyen des Etats-Unis.

En disant cela il visait les emplois qui avaient été délocalisés durant la longue période de globalisation touchant ainsi les classes moyennes dont les emplois étaient pas ou peu qualifiés. Il faut donc reconstruire l'économie pour eux.

L'**autre dimension** majeure et c'est ce que retrace le graphe sur les dépenses de construction d'usines, c'est **la transformation de l'économie** pour qu'elle rentre dans la **logique de la transition énergétique**.

L'économie doit **se transformer pour être capable d'engendrer de forts gains de productivité** ce qui **garantira emplois et revenus** pour le citoyen moyen américain et c'est ce qui permettra à cette économie américaine d'être **plus autonome** dans son processus de croissance.

Dès lors il faut **concentrer les ressources de l'économie sur l'offre**, sur sa transformation et son expansion plutôt que sur la demande dont l'allure future sera conditionnée par la capacité de l'économie à créer des emplois et à distribuer des revenus.

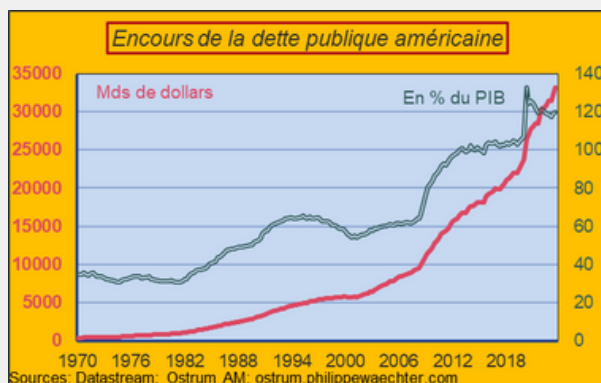
Attirer des capitaux c'est avoir les incitations nécessaires pour que les flux se dirigent vers les Etats-Unis et non ailleurs. Le **niveau des taux d'intérêt est une source d'incitation importante**.

Les institutions américaines feront le nécessaire pour **attirer les capitaux du monde entier**. C'est pour cela que dans un environnement porteur pour l'économie américaine la **Fed n'aura pas d'incitations immédiates à abaisser ses taux d'intérêt**. Cela n'est pas nécessaire si l'objectif est d'abord d'améliorer l'offre plutôt que d'alimenter une demande peu génératrice de gains de productivité.

Ce mouvement de rapatriement de capitaux est peut être en train de se dérouler sous nos yeux. Depuis le printemps 2022 les flux d'investissements directs en Chine ralentissent et se sont même inversés au cours de l'été 2023. Au regard des investissements importants des entreprises américaines en Chine depuis de nombreuses années, **cette inflexion peut traduire le changement d'attitude des entreprises US qui rapatrient leurs capitaux aux US**.

Ce pari n'est cependant pas sans risques

Le **principal risque est la dérive des finances publiques**. Le déficit public est considérable (6% du PIB), la dette est de 120% du PIB et sa trajectoire reste fortement haussière alimentée par un déficit primaire important au moment où l'inflation ralentit.



Dès lors, la question majeure est celle de la **soutenabilité de cette dette**. Elle dépendra de l'inflation, du taux d'intérêt de long terme et de la croissance potentielle. **L'objectif de la politique budgétaire est d'améliorer la croissance potentielle** et donc à infléchir à la baisse le ratio dette sur PIB. C'est le caractère vertueux associé à la politique menée.

Une **baisse de taux d'intérêt réalimenterait l'inflation et la hausse des taux d'intérêt**. La **soutenabilité de la politique budgétaire serait alors en question**.

En outre, si le bouleversement de l'économie est sacrifiée sur l'autel de la demande alors la hausse de la dette publique se ferait sans contrepartie alimentant alors un **risque fort de crédibilité de la Maison Blanche** et une **dette qui ne pourrait pas se stabiliser**.

L'enjeu est donc important.

Des taux d'intérêt élevés qui attirent des capitaux et facilitent la transformation de l'économie américaine, voilà le pari des autorités.

Le chemin est étroit mais il est susceptible de mener l'économie à plus d'autonomie. C'est pour cela qu'un changement à la Maison Blanche en novembre prochain serait pénalisant car on retrouverait alors la volonté des gains immédiats sur la demande sans que l'économie n'ait les moyens de se transformer. Tant pis alors pour les américains.



Turbulences Macroéconomiques #5 Décembre 2023

D'une économie de la demande à une économie de l'offre

L'économie avant la pandémie se caractérisait par une délocalisation des gains de productivité vers les pays émergents et par une gestion de la demande par les banques centrales. Les politiques monétaires très accommodantes ont facilité l'endettement privé mais n'ont pas incité à réformer l'appareil productif pour qu'il engendre des gains de productivité susceptibles d'engendrer de l'emploi et des revenus élevés.

Les chocs de la pandémie et de l'énergie incitent à relocaliser les gains de productivité tout en se calant sur la trajectoire de la transition énergétique. En conséquence, il y a une lutte pour la captation des capitaux nécessaires à ce renouveau. De ce point de vue, l'angle de l'analyse change et ne mobilise pas les mêmes paramètres de la politique économiques. Pour paraphraser Keynes, les faits changent, il faut que l'on change d'avis.

Chaque pays souhaite désormais développer sa capacité à créer des emplois et des revenus élevés de façon plus autonome.

C'est une leçon majeure de la pandémie et de la crise énergétique qui ont montré une **trop grande dépendance** d'un pays vis à vis du reste du monde. Pendant la pandémie, les masques chirurgicaux ou le paracétamol ont manqué, après ce sont les semi-conducteurs qui limitaient la capacité de produire.

Un tel bouleversement passe par une **rupture dans les priorités et la hiérarchie de la politique économique** qui est désormais teintée d'une forte dose de **stratégie industrielle** et d'une prééminence du réel sur le monétaire. Le balancier qui avait porté la politique monétaire au cœur de tous les processus d'ajustement laisse la place à la question industrielle.

Le **modèle de référence ne peut donc plus être celui qui prévalait**, celui dont l'**efficacité se mesurait à l'aune de la gestion de la demande** par la banque centrale.

Le modèle d'avant

Le modèle des années 2000 jusqu'à la pandémie est celui qui, au sein des pays industrialisés, a **délocalisé les gains de productivité vers les pays émergents** et qui a **régulé la demande** via des politiques monétaires très accommodantes.

La **délocalisation** des gains de productivité s'est traduite par une **moindre capacité** à, à la fois, créer des emplois en nombres suffisants et à engendrer une distribution confortable de revenus.

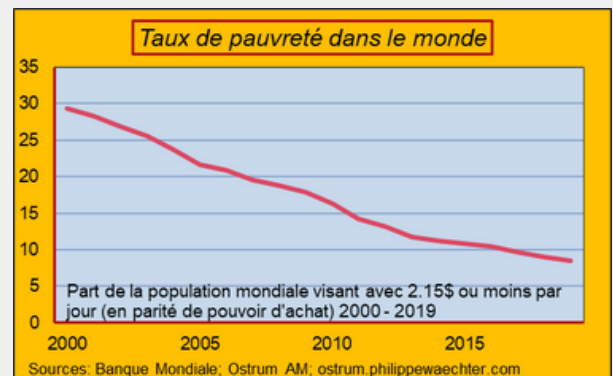
Cette production délocalisée a eu **deux conséquences majeures**. Le premier a été d'**importer** les biens fabriqués ailleurs à des **prix très compétitifs**, le second est que l'élargissement du marché du travail aux pays émergents a **réduit le pouvoir de négociation des salariés** au sein des pays industrialisés. **L'inflation a été réduite dans la durée**.

Dès lors, pour solvabiliser la demande, il fallait une politique monétaire très accommodante. Cela s'est traduit par des **taux d'intérêt très bas** et par des **apports de liquidités** conséquents de la part des banques centrales.

Une **telle construction n'a fonctionné** qu'avec la possibilité de faciliter les **transferts de technologies** des pays développés **vers les pays émergents**, **facilitant** ainsi la **production locale** et la **croissance du marché**. Les pays asiatiques, la Chine notamment, ne sont plus alors des pays dépendants uniquement de leurs débouchés mais ils disposent d'une capacité d'autonomie plus importante.

On peut **synthétiser ce modèle** en le caractérisant par une **délocalisation des gains de productivité**, des **transferts de technologie**, une **inflation réduite** et une **gestion du cycle de la demande par la politique monétaire**.

Ce cadre a bien fonctionné. Le taux de pauvreté dans le monde a été divisé par trois sur la période. La Chine y a un impact fort mais d'autres pays ont contribué à ce repli massif.



Ce modèle a **deux fragilités**.

La première est que les **transferts de technologies** se sont traduits par une **concurrence plus marquée provenant de Chine**. Les premières mesures associées à ce thème ont été prises par Trump puis confirmées par Biden.

La seconde fragilité est celle déjà mentionnées **des pénuries qui ont montré une très forte dépendance des pays développés** à ces produits qui avaient été délocalisés.

En outre, la période après le Covid a montré qu'au delà de la dépendance aux produits finaux, il y avait une **forte dépendance aux produits intermédiaires dont les carences ont gêné la production des pays industrialisés**.



Turbulences Macroéconomiques #5 - Décembre 2023

Une stratégie plus autonome

Les crises, ces rationnements et les tensions politiques associées ont incité les pays occidentaux à développer une stratégie de croissance plus autonome.

C'est aux **Etats-Unis que ce nouveau cap est le plus avancé**. L'arrivée de Joe Biden à la Maison Blanche a changé la donne.

Fort des éléments évoqués, il a clairement indiqué vouloir **recentrer la production américaine** sur le territoire des Etats-Unis afin d'**internaliser les gains de productivité** et de créer les conditions pour créer des emplois et des revenus importants.

Il veut sortir de la globalisation qui a pénalisé les emplois peu ou mal qualifiés, redonner de l'emploi à ces personnes et à associer à ses jobs des rémunérations suffisantes pour que les citoyens américains n'aient pas à multiplier les emplois pour s'en sortir.

A **côté de ces ambitions**, l'objectif est de **transformer en profondeur l'économie** pour qu'elle se **cale sur la trajectoire** convergeant vers la **neutralité carbone** à l'horizon 2050.

En bouleversant l'économie via la relocalisation des gains de productivité et le calage sur la trajectoire visant à la neutralité carbone, **les repères pour caractériser la dynamique de l'économie changent**.

Dans le processus, la politique économique sera davantage dans **la gestion de l'offre que dans l'ajustement de la demande**. Ce changement de repères est essentiel car alors l'objectif sera d'**attirer les capitaux**, faire de telle sorte que l'économie américaine devienne le réceptacle des investissements des entreprises américaines mais aussi d'autres régions du monde.

C'est pour cela qu'un grand patron allemand appelait les entreprises d'outre-Rhin à **résister à l'appel américain** pour s'installer et produire sur les terres américaines.

La stratégie passe par un **fort volontarisme de l'Etat** américain, ce qui a été noté sur l'installation des usines de semi-conducteurs en Arizona, **par des relais forts dans les Etats locaux** mais aussi par des **incitations et des subventions** pour basculer sur le bon profil de l'activité.

L'Etat américain **se veut stratège**, un peu comme dans les années 1960 lorsque les financements de l'armée ont permis de développer internet et le téléphone portable.

On est **sorti de la gestion de la demande**, il faut rendre l'appareil productif plus efficace et **alimenter ainsi la croissance potentielle**.

Dans ce cas le niveau des **taux d'intérêt** est une incitation pour **attirer les capitaux** et non plus un régulateur de la demande.

C'est ce changement d'optique qui est en train de se passer aux Etats-Unis et qui tarde à se manifester en Europe en dépit des déclarations.

Il y est créé les conditions pour attirer les capitaux et favoriser ce développement. Autrement dit, la hiérarchie de la politique économique est elle aussi bouleversée. La **prééminence des banques centrales s'estompe au profit d'une économie moins financière et plus réel**.

Il y a **plusieurs choses à retenir**

1 - La relocalisation des gains de productivité et la transition énergétique vont **bouleverser la fonction de production américaine**. Cela se traduira par un taux d'inflation qui ne sera plus aussi réduit que par le passé. Il n'y aura plus de désinflation importée et les coûts de productions locaux seront plus élevés.

2 - La plus grande hétérogénéité de l'économie globale va redonner une **dimension plus locale au marché du travail**. Avec le vieillissement de la population et la rareté relative des jeunes dans la population active, les salariés vont **retrouver du pouvoir de négociation** et la capacité à discuter un partage de la valeur ajoutée plus en leur faveur.

3 - La **bataille** va se faire sur la **capacité à attirer des capitaux** pour financer ces bouleversements. L'enjeu sera de taille dans un environnement où les besoins de financement des Etats sont déjà considérables.

4 - Les **Etats-Unis ont pris une avance significative sur l'Europe**. Dès lors si les taux d'intérêt américains restent élevés, cela contrariera les européens à réduire leurs propres taux d'intérêt pour soutenir la demande comme dans l'économie d'avant. **L'Europe n'a pas encore franchement basculé vers la politique industrielle** telle qu'elle est mise en œuvre de l'autre côté de l'Atlantique.

La **réussite** de ce changement radical mais nécessaire pour s'inscrire dans la trajectoire de la transition énergétique est **conditionnée l'endettement des Etats**. Il est considérable au début du processus alors que **l'investissement public** est absolument nécessaire pour la transition. C'est **pour cela qu'il faut faire vite afin de basculer sur une trajectoire plus élevée plus rapidement**. C'est aussi une fragilité de l'Europe que ne pas pouvoir faire assez vite.

Notre difficulté collective sera de réussir à réfléchir autrement, à accepter les ruptures et les bouleversements et à rentrer dans une logique de productivité plus marquée et de formation et d'éducation plus avancée.

