



Turbulences Macroéconomiques 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.

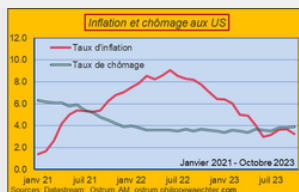
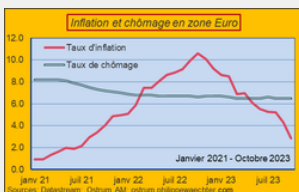
La forte hausse des prix avait incité les banques centrales à durcir leur stratégie monétaire. La fin de l'épisode inflationniste se profilant à un horizon pas trop éloigné, il est attendu que la dynamique s'inverse et que l'on retourne vers la situation qui prévalait avant la pandémie.

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.



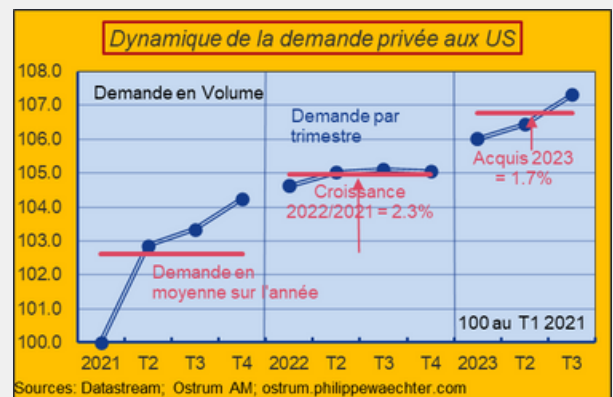
Le modèle est à revoir. Christine Lagarde dans son propos à Jackson Hole évoquait cette question et l'inefficacité de la politique monétaire.

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.

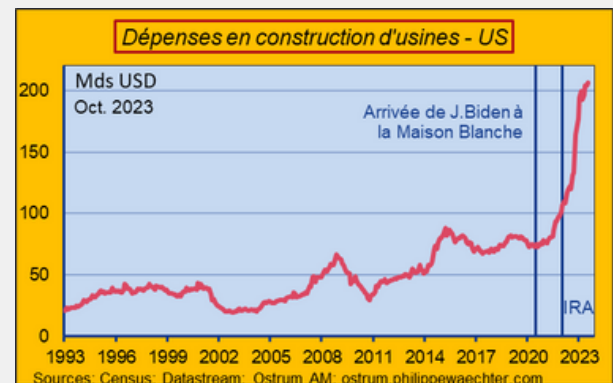
Si la demande ne réagit pas au resserrement de la politique monétaire, quelle serait l'efficacité d'une baisse rapide des taux d'intérêt ?

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 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.

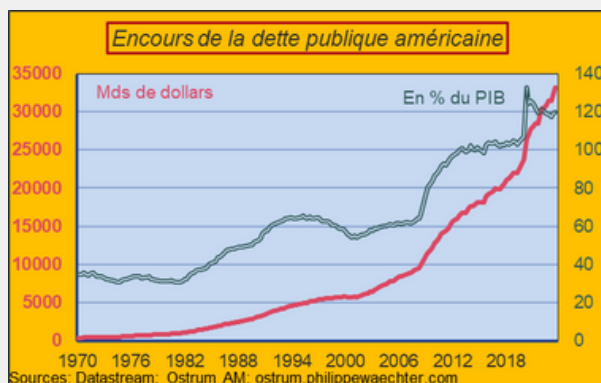
Attirer des capitaux c'est avoir les incitations nécessaires pour que les flux se dirigent vers les Etats-Unis et non ailleurs. Le **niveau des taux d'intérêt est une source d'incitation importante**.

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.