



Turbulences Macroéconomiques #8

26 Janvier 2024

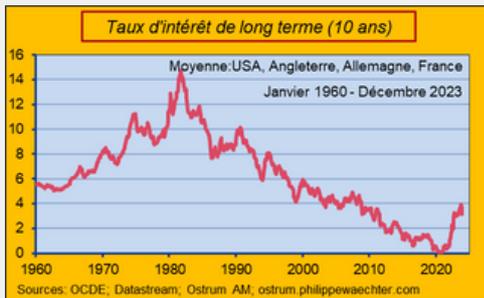
Des taux d'intérêt plus forts dans un monde bouleversé

La remontée des taux d'intérêt de long terme depuis la mi-2021 vient en contraste de la longue période de repli qui démarre au début des années 1980 et qui s'achève à la pandémie de 2020.

Pendant toute cette période, les astres se sont alignés pour faciliter cette baisse. L'inflation a ralenti, l'économie est entrée dans une phase de grande modération avec une volatilité limitée de la croissance et de l'inflation. Par ailleurs, la globalisation financière du début des années 1980 a permis une unification et une concurrence accrue des marchés de capitaux favorisant le repli des taux d'intérêt. La globalisation économique a aidé à une allocation des ressources qui a profité au plus grand nombre. Les pays émergents et notamment la Chine ont pu se développer. De façon plus récente, après la crise financière, les banques centrales ont contribué à la tendance baissière des taux longs avec des politiques de taux à 0% et par l'utilisation intensive du quantitative easing.

Cette longue période s'achève. En conséquences les taux d'intérêt de long terme seront plus élevés dans la durée. Pourquoi ? Les banques centrales ne veulent plus se lier les mains par des politiques trop accommodantes trop longtemps. Le monde se polarise et l'homogénéité qui prévalait et qui donnait une capacité de capter toutes les opportunités est passé. Enfin la transition énergétique va engendrer une nouvelle distribution des ressources en raison des bouleversements sur les processus de production. Les conflits dans la répartition des revenus seront inflationnistes.

Depuis le début de l'année 2021, les mois avant le retour de l'inflation, les taux d'intérêt de long terme ont progressé d'environ 300 points de base. Au premier trimestre 2021, le taux d'intérêt moyen à 10 ans était de 1.3% aux Etats-Unis à comparer à 4.4% au dernier trimestre 2023. En Allemagne, le taux équivalent est passé de -0.44% à 2.5% et en France de -0.2% à 3.3%.



Le graphe montre un probable changement de régime, un peu à l'image de celui du début des années 1980. Le point bas de notre indicateur a été touché à l'été 2020. La remontée rapide des taux d'intérêt de long terme s'opère un an plus tard avec la résurgence de l'inflation.

Cette baisse qui a duré une quarantaine d'années a provoqué une forte revalorisation du secteur bancaire et financier. Les actifs ont tous vu leur valeur s'accroître dans la durée.

La lutte contre l'inflation et Ronald Reagan, sources du changement de régime

Les raisons de cette baisse sont multiples. Au début des années 1980, deux phénomènes modifient l'allure des marchés de taux d'intérêt.

Le **premier** est la volonté des autorités, monétaire et politique, de lutter contre l'inflation. Durant les années 1970, les taux d'intérêt de long terme avaient intégré cette inflation de plus en plus persistante. Volcker aux Etats-Unis ou Delors en France ont mis en œuvre des stratégies visant à rapidement réduire l'inflation. Cela pris du temps mais la prime d'inflation s'est réduite.

La concurrence sur les marchés de capitaux

Le **deuxième** phénomène est l'internationalisation des marchés de taux d'intérêt. Jusqu'alors, les marchés de capitaux sont très domestiques. Chacun a alors ses propres règles de fonctionnement.

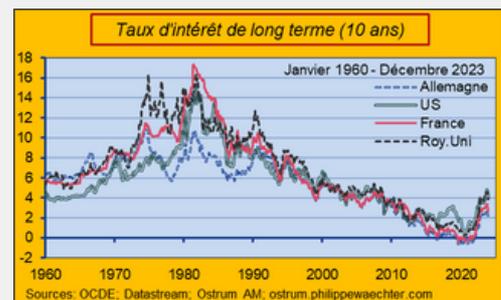
A son arrivée à la Maison Blanche, Ronald Reagan souhaite pouvoir bénéficier de l'épargne mondiale pour financer son programme de relance économique et politique (la guerre des étoiles). Il ne souhaite pas que les Etats-Unis soient les seuls contributeurs.

Il a alors été bien aidé dans sa tâche par Margaret Thatcher qui validait elle aussi la nécessité de déréglementer les marchés financiers internationaux.

Cette étape est majeure car si la concurrence pour capter l'épargne internationale se fait plus vive, chaque pays doit adopter une stratégie visant à rendre ses actifs attractifs. Il a fallu, pour tous, lutter contre l'inflation mais aussi moderniser le fonctionnement des marchés financiers. Les lois de 1984 et 1985 en France sur les marchés bancaire et financier en sont la résultante.

Cette homogénéisation des modes de fonctionnement a eu pour conséquence de provoquer une convergence des allures des taux d'intérêt dans le courant des années 1980.

Le contraste avec les années 1960 et 1970 est saisissant.



La période qui débute au milieu des années 1980 a été nommée celle de la "grande modération" par les économistes, traduisant une moindre volatilité des indicateurs macroéconomiques tels que la croissance et l'inflation et donc une moindre nécessité d'intégrer une prime de risque dans la valorisation des actifs.



Turbulences Macroéconomiques #8 - Janvier 2024

Deux phénomènes accentuent ensuite ces évolutions

Une épargne abondante

Le premier est la très forte épargne qui s'est dirigée vers le marché des taux d'intérêt. Cela correspondait à la revalorisation permise par la baisse des taux d'intérêt et que chacun anticipait comme durable. Cela a aussi été associé à l'intérêt d'investir aux US, marché profond et très liquide qui était associé à la notion d'actif sans risque et qui donc était le marché directeur.

Ben Bernanke avait évoqué ce point en parlant de "saving glut" (surabondance d'épargne) car l'épargne mondiale tendait à converger vers les Etats-Unis alors que dans le même temps, les investissements dans l'appareil productif n'absorbait pas l'ensemble de cette épargne.

L'intervention des banques centrales

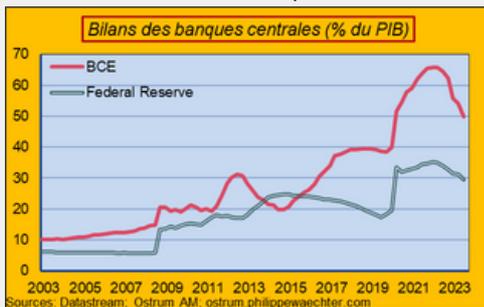
A partir du printemps 2009, la Federal Reserve américaine achète des obligations d'Etat sur une grande échelle.

Cette réponse reflétait l'incapacité par la Fed de devenir plus accommodante alors qu'elle avait abaissé son taux d'intérêt de référence à 0% après la faillite de Lehman et le chaos qui a suivi.

Il aurait fallu baisser ce taux autour de -4 à -5% (selon la règle de Taylor) pour que la politique monétaire ne soit pas restrictive. Personne ne sait faire. Mais sur un marché il y a un prix et une quantité. Si le prix ne peut s'ajuster, la quantité le peut.

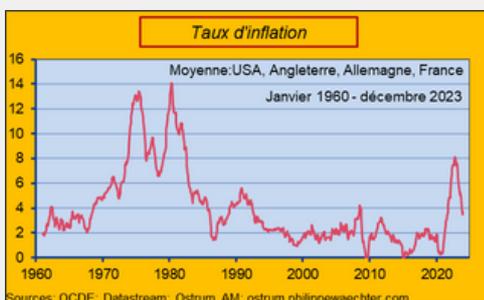
Le quantitative easing a été ainsi mis en œuvre pour que la stratégie des banques centrales soit suffisamment accommodante au regard des conditions macroéconomiques.

Copiée par la Banque d'Angleterre puis plus tard par la BCE, cette stratégie s'est traduite par un gonflement de la taille des bilans des banques centrales.



En résumé sur la période

1 - Une inflation réduite; 2 - Une épargne abondante; 3 - La déréglementation des marchés de capitaux en phase avec la globalisation; 4 - l'intervention des banques centrales sur une grande échelle.



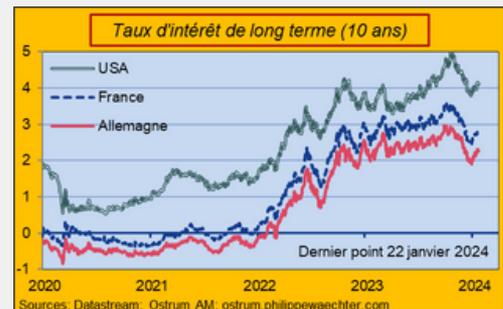
Changement de régime durable

Depuis l'été 2021, les taux d'intérêt ont pris une allure ascendante. Comme le suggère le premier graphe, le mouvement apparaît radical.

Le balancier qui avait poussé les taux d'intérêt à la baisse est il en train d'inverser son mouvement, provoquant des taux d'intérêt de long terme durablement élevés ?

C'est mon sentiment, ma perception de la période qui s'ouvre, celle qui succède à la sortie de la pandémie, à la crise énergétique, à la polarisation de l'économie et qui rentre dans le changement climatique. Les taux d'intérêt de long terme vont rester élevés et volatils

Dans une période incertaine, les taux d'intérêt de long terme retrouvent leur qualité d'indicateur flexible, les taux peuvent monter ou baisser rapidement. Ils sont aussi une mesure de la perception du risque contemporain et à venir.



Il y a quatre facteurs qui vont maintenir les taux d'intérêt autour des niveaux actuels.

1 - Les banques centrales ne veulent plus revenir à une politique de taux 0%.

Une telle stratégie avait été adoptée par la Fed après la faillite de Lehman, la BCE l'avait suivie avec retard en 2013 pour le taux de dépôt et en mars 2016 pour le taux refi.

Une telle situation peut se justifier lors d'un choc pour apporter de la liquidité et faciliter les ajustements. On se souvient de la baisse massive du taux de la Fed après le krach boursier d'octobre 1987. Cela avait permis de réduire l'impact macroéconomique éventuel d'une telle baisse du marché d'actions.

Il est compliqué néanmoins d'inscrire une telle politique dans la durée. Les autorités monétaires perdent alors leur capacité à agir et à réagir aux évolutions conjoncturelles.

En zone Euro, après la récession de 2012, des taux d'intérêt très bas puis à 0% ont permis de solvabiliser la demande en l'absence de politique économique expansionniste alors que l'économie était conditionnée par les impulsions en provenance du reste du monde.

Ne pas revenir sur cette politique de taux 0% c'est fixé un point de départ élevé pour l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt.



Turbulences Macroéconomiques #8 - Janvier 2024

2 - Les banques centrales ne veulent plus recourir au quantitative easing

Les achats d'actifs par les banques centrales sur une très grande échelle limitent aussi les capacités d'intervention des autorités monétaires.

Les opérations menées notamment lors de la pandémie ou lors du choc énergétique en Europe ont permis d'en mutualiser l'impact dans le temps. Dans ces conditions l'ajustement macroéconomique s'est réparti dans le temps et non sur l'instant d'occurrence de celui-ci.

La première raison pour les banques centrales d'abandonner le QE est que ce type d'opérations limite leur capacité d'adaptation lorsque les conditions économiques changent.

Les banques centrales sont bien conscientes des besoins de liquidités mais elles le feront par d'autres moyens (type TLTRO en zone Euro)

La banque centrale et les gouvernements

La deuxième raison est que les achats d'actifs de l'Etat notamment ne doivent pas être systématisés. Cela rappelle le coté exceptionnel et limité dans le temps de ces opérations. Ensuite, lorsque la situation retourne à la "normale", les Etats ne doivent pas imaginer que l'équilibre budgétaire se fera quoi qu'il arrive par un financement même indirect de la banque centrale. Aux Etats de retrouver des marges dans la gestion de la politique budgétaire.

Cette dimension est majeure car des taux d'intérêt plus élevés interrogent sur la soutenabilité de la dette publique. Les gouvernements ne peuvent plus compter spontanément sur les banques centrales pour régler l'addition in fine. Enfin, une relation systématique pourrait se traduire par une perte de crédibilité des banques centrales.

Or l'impact et l'efficacité de leurs actions est en grande partie conditionnée par les anticipations formées par les investisseurs quant à la politique menée. Une perte de crédibilité aurait des effets dramatiques sur cette efficacité, ravalant la banque centrale au rang de département du ministère de l'économie.

3 - Un équilibre global qui évolue et qui est porteur d'incertitudes

Au début des années 1980, la globalisation s'est installée. D'abord sur le plan financier avec la déréglementation et la technologie. Les opérations pouvaient se faire tout autour du monde et tout le temps. La création de la zone Euro a contribué aussi à cette globalisation en unifiant les situations en Europe. Puis au début des années 2000, la Chine entre à l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC). La globalisation, bien installée sur le plan financier, s'accroît rapidement sur l'industrie.

Les ressources sont allouées de façon efficace. L'industrie se développe rapidement en Asie, notamment en Chine alors que les services sont cantonnés dans les pays développés. C'est alors un système qui permet une forte croissance de l'activité et de l'emploi dans de nombreux pays émergents. Le taux de pauvreté chute rapidement.

Pour les pays occidentaux, les biens importés sont peu chers et de plus en plus sophistiqués. Les salaires réduits dans les services bénéficient de cette inflation tirée vers le bas par les biens manufacturés importés. Le pouvoir d'achat continue de progresser même sans gains de productivité élevés.

Toutes les opportunités sont possibles dans ce cadre. Le monde apparaît sans contraintes.

La fin de l'Histoire ? non

Le champ de cette globalisation a fait la part belle au monde issu de la fin de la guerre froide et de la chute du mur de Berlin.

L'Amérique reste le leader économique et politique. C'est elle qui définit les normes technologiques et l'ordre des choses sur le plan diplomatique. Il y avait un côté fin de l'Histoire avec la victoire de la démocratie et de l'économie de marché.

L'irruption de la Chine, notamment après la crise financière et lors de l'arrivée au pouvoir de Xi, modifie le champ ainsi défini. L'économie y est devenue puissante en une vingtaine d'années et son influence sur le monde est redoutable. Les efforts d'investissements en font un redoutable concurrent pour les Etats-Unis. Enfin, Xi s'affirme encore davantage que ses prédécesseurs comme un leader politique qui veut replacer l'Empire du milieu au centre du monde.

Dès lors les règles du jeu évoluent. Le monde se polarise. Il existe désormais plusieurs centres qui, s'ils ne sont pas égaux, peuvent définir des règles différentes. La rivalité sino-américaine à l'échelle politique est devenue une source d'incertitude. Les occidentaux n'ont pas pu faire voter unanimement des sanctions contre la Russie faisant en grande partie échouer le régime des sanctions voulues à Washington et à Bruxelles.

Cela se traduit par des ralliements parfois hétérogènes comme les BRICs mais avec des pays qui cherchent à ne plus dépendre de la même façon des Etats-Unis. C'est le cas de l'Arabie saoudite par exemple.

L'hétérogénéité qui ressort, notamment dans sa dimension politique avec un régime fort à Pékin nie l'idée de fin de l'Histoire. Les systèmes sont en concurrence et ne convergent pas tous de la même façon. C'est aussi cela la leçon des dernières années.

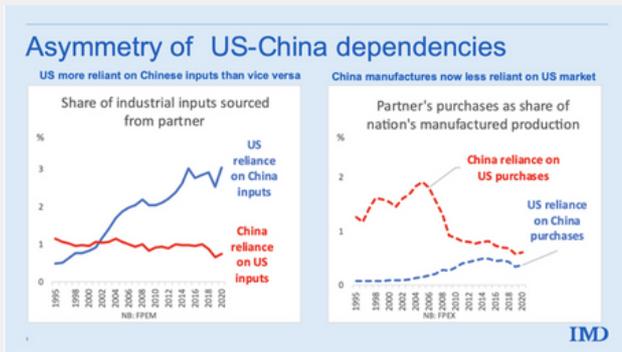
Une nouvelle rivalité économique

La rivalité économique est plus complexe puisque l'interdépendance des deux grands pays est forte avec des flux d'échanges considérables. On peut même aller plus loin en indiquant que la dépendance des Etats-Unis aux produits chinois est plus forte que celle de la Chine aux produits américains.

Les deux graphes issus d'une publication de Richard Baldwin montrent l'interdépendance des deux pays. Sur le graphe de gauche, on voit que les US sont, en termes d'input pour la production, beaucoup plus dépendant de la Chine que la Chine ne peut l'être des US. Sur le graphe de droite, l'activité chinoise était très dépendante des achats américains, c'est nettement moins le cas aujourd'hui.



Turbulences Macroéconomiques #8 - Janvier 2024



CEPR - China is the world's sole manufacturing superpower: A line sketch of the rise - Richard Baldwin - 17 Jan 2024

La combinaison d'une rivalité économique et politique ouvre le champ à toute une série de combinaisons. Le monde qui avait une dimension plutôt lisse devient plus rugueux. Il y a des aspérités qui créent des différences plus marquées d'une région à une autre. Le monde s'est bipolarisé avec les Etats-Unis et la Chine mais l'on peut imaginer d'autres alliances.

L'Inde veut ainsi être le représentant du Grand Sud, un peu le relais des non alignés dans les années 1970.

La perception est qu'au lieu d'avoir une puissance dominante, les Etats-Unis, il y en a au moins deux, les Etats-Unis et la Chine, sans très bien savoir où classer l'Europe.

La nouvelle donne économique: la relocalisation industrielle

Ce qui est nouveau après la pandémie et la crise de l'énergie de 2022, c'est la volonté pour les grands Etats de vouloir disposer d'une plus grande autonomie de croissance, d'être moins dépendant des productions essentielles qui se font ailleurs.

La volonté de ré localiser traduit le besoin de limiter les risques sur le processus de production et la dépendance aux approvisionnements redonnant ainsi de l'autonomie a La croissance.

Ces nouvelles orientations engendrent trois types de changements majeurs

1- Le monde se verticalise.

La globalisation à l'œuvre depuis la fin des années 1990 était horizontale. Le monde était ouvert et des opportunités existaient partout. La volonté de relocaliser et de réindustrialiser change l'équilibre économique et politique qui prévalait. La volonté de faire "local" peut refléter des aspirations économiques visant à limiter les risques sur les processus d'approvisionnement. Cela peut aussi se traduire par un biais politique comme celui auquel on assiste actuellement en Europe sur les questions migratoires.

2- La volonté de développer l'industrie va se heurter à de nouvelles difficultés.

La réponse pour disposer d'une plus grande autonomie est de relocaliser l'industrie et de développer celle ci pour qu'elle soit en phase notamment avec les objectifs de la transition énergétique.

L'intention de réindustrialiser est louable et chacun pourra y voir les avantages à retrouver la possibilité de faire de forts gains de productivité.

Pourtant l'histoire n'est pas si simple.

Pendant 20 à 30 années, les pays occidentaux ont délocalisé une grande partie de leur industrie au bénéfice de pays dont les coûts étaient moins élevés et dont l'économie se développait rapidement. La hausse de l'activité dans les pays émergents compense largement la baisse observée dans les pays développés. Ces pays émergents ont pris ainsi un poids considérable et aujourd'hui ils ne souhaitent pas changer de stratégie. La Chine a ainsi affirmé que si elle était la première nation industrielle, elle comptait bien accentuer encore cet avantage au cours des prochaines années.

Mais si dans le même temps les Etats-Unis, l'Inde, l'Europe et quelques autres pays adoptent une stratégie en faveur de l'industrie, la production va s'y accroître rapidement. Deux problèmes vont alors se poser:

- A-** Il faudra trouver le consommateur susceptible d'acheter tous ces biens nouveaux qui auront été fabriqués.
- B-** Des surcapacités vont apparaître.

Dès lors des mesures protectionnistes pourraient alors être mises en œuvre. Ce serait alors le contrepied des 30 à 40 dernières années.

3- Dans un monde polarisé, les aléas géopolitiques se feront plus nombreux.

Les circuits d'approvisionnement sont désormais à risque comme le montre le conflit du détroit de Bab el-Mandeb à l'entrée du canal de Suez.

On peut se demander si, à cet égard, les Chinois n'avaient pas un coup d'avance en mettant en place la Belt and Road Initiative (Routes de la soie). C'était un moyen de réduire le risque d'approvisionnement. De ce point de vue, les occidentaux sont en retard et les initiatives telles que Quad et Blue Dot par les américains sont encore insuffisantes.

Du risque à l'incertitude

Le monde, après l'irruption de la mondialisation, de ses conséquences économiques et politiques, après la pandémie et le choc énergétique, n'est plus le même. Il apparaît plus hétérogène avec d'importantes aspérités. A celles ci doivent être associés des risques car l'histoire s'écrira de façon moins déterministe que lors de la période de la grande modération.

Le monde devient multiple et ne se calcule plus simplement en termes de probabilités. En référence à Frank Knight, le monde semble être passé d'un risque mesurable à une incertitude qui ne l'est pas. La rupture du modèle est là.



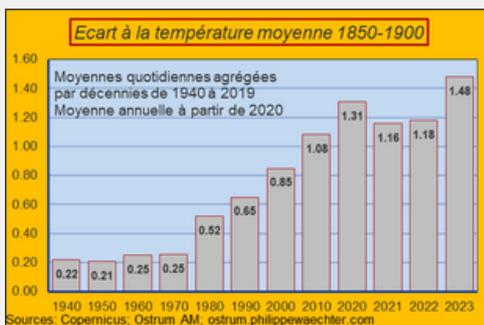
Turbulences Macroéconomiques #8 - Janvier 2024

4 - L'impact de la transition énergétique

La transition énergétique est une mutation, une rupture qui va marquer les prochaines décennies. Beaucoup reste à faire car il faut d'ici à 2050, si l'on est dans le cadre de la neutralité carbone, diviser la consommation d'énergies fossiles par plus de 4. Il faut aussi décarboner l'ensemble de la production électrique et pas simplement la demande marginale. Dans le monde, le poids des énergies fossiles dans la production d'électricité est encore de l'ordre de 60% sans tendance franche à la baisse.

Il faut aussi faire face à une convergence vers la cible de 1.5°C plus rapide que celle prévue lors de l'Accord de Paris. En effet, selon l'agence européenne Copernicus, c'est en 2045 que cette température aurait dû être atteinte. Un calcul récent par cette même institution au moment de la COP28, la convergence se ferait plutôt vers 2034.

L'urgence est aussi mesurée par l'évolution des températures comme le montre le graphique. En 2023, la température était 1.48°C au-dessus de la moyenne préindustrielle.



Ce graphique pour indiquer que les effets du changement climatique seront sûrement plus forts et plus rapides qu'anticipé. La multiplication des événements climatiques et la hausse de la températures sont en train de se traduire par des effets de bascule irréversibles. On le note sur la fonte de la banquise ou la réorientation du Gulf Stream.

Quel impact sur les taux d'intérêt ?

Les modes de production vont être bouleversés parce que l'économie globale va devoir s'ajuster à cette nouvelle trajectoire. Elle devra le faire vite pour limiter les effets de bascule.

L'important ici est que l'on va passer de l'utilisation d'une énergie très efficace à une énergie qui l'est un peu moins. Un baril de pétrole est un concentré d'énergie plus important en terme d'espace utilisé ou de disponibilité en un lieu géographique que l'équivalent associé à du renouvelable dont la structure (éolien ou photovoltaïque) est fixe.

L'économie qui se dessine pourrait donc être un peu moins efficace et avec une forme différente en raison des transformations sectorielles qui seront à l'œuvre.

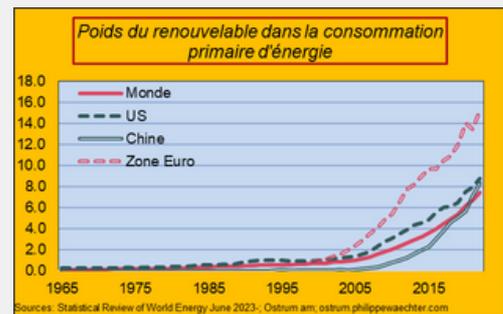
Pourquoi insister sur ce point ?

Parce qu'il y aura forcément des tensions dans la répartition des revenus. Les positions de chacun, de chaque secteur, de chaque pays vont être bousculées. Il ne pourra pas y avoir de transition douce.

Le risque est alors d'avoir des ajustements sur les prix et donc d'avoir un taux d'inflation plus élevé que dans un passé récent.

La polarisation du monde évoquée au point précédent peut aussi être une source d'inflation supplémentaire en ce que les échanges sont moins fluides.

Par ailleurs, on pourrait aussi avoir des ajustements de prix sur les matières premières car s'il faut réduire drastiquement l'utilisation des énergies fossiles, il faudra augmenter de façon spectaculaire les investissements dans les énergies renouvelables. Celle-ci ne représentaient en 2022 que 7.5%. Il faudrait que cela représente au moins la moitié de cette consommation en 2050.



La révolution industrielle et l'électrification ont été, dans le passé, des périodes de désinflation. L'économie devenait plus efficace avec la maîtrise d'une énergie nouvelle.

La question sur la période qui s'ouvre porte sur l'efficacité du processus qui se met en place puisque ce sera une grande transformation de l'appareil productif. Les outils de production ne seront pas créés ex nihilo mais il faudra transformer l'outil existant en un nouvel outil efficace. Quid alors du capital mis au rebut et qui portait une partie de la production d'avant ? On peut faire le même raisonnement sur l'emploi.

Ce n'est pas le même processus que pour la révolution industrielle ou l'électrification. La productivité avait alors fortement progressé permettant une distribution importante de nouveaux revenus. Peut-on en dire autant des années qui s'ouvrent ?

Le risque est celui du conflit dans la répartition des revenus, ce qui n'existait pas dans les exemples évoqués car alors la productivité augmentait très vite et en conséquence la période était déflationniste.

Cela se traduirait alors par des ajustements de prix et une hausse durable de l'inflation. Ce qui in fine s'inscrira dans des taux d'intérêt élevés.

Enfin, l'investissement sera forcément plus important que par le passé si le monde s'inscrit dans la transition énergétique avec les bouleversements associés. La baisse des taux d'intérêt réels reflétait un excès de l'épargne sur l'investissement. Pas sûr que celui-ci subsiste car il sera nécessaire d'investir sûrement beaucoup plus que celui qui est anticipé si l'objectif est le maintien du niveau de vie.