

En 15 ans, depuis la crise financière de 2008, les théories du taux sans risque, de l'optimisation du portefeuille, du taux d'intérêt positif ou encore de la courbe de Phillips ont toutes été démenties par les faits. En 2024, nous pourrions être en train de franchir une nouvelle étape : non seulement les théories économiques ne sont pas valables, mais les mécanismes économiques les plus élémentaires seraient eux aussi remis en cause. L'économie est décidément une science humaine.

16 avril 2024, prévisions de croissance mondiale du FMI et coup de massue pour l'Europe



Les Echos, 17/04/24

Bien sûr qu'on ne l'ignorait pas, on le savait parfaitement même : l'Europe est un peu à la traîne par rapport aux Etats-Unis notamment, mais aussi à l'Asie, et même au reste du monde, en termes de croissance économique.

Les annonces du mardi 16 avril 2024 sont quand même un choc : nous ne sommes pas « un peu à la traîne », nous sommes totalement largués. En 2024, la croissance américaine devrait s'élever à +2,7%, celle de la Chine à +4,6%. La croissance russe devrait, elle, bondir de +3,2% grâce à la vigueur des exportations d'hydrocarbures vers la Chine et l'Inde. En France, c'est l'hécatombe : +0,7% seulement, contre +1,0% prévus en janvier, un chiffre déjà faible à l'époque. +0,7%... quatre fois moins que les Etats-Unis. Quatre fois moins de vigueur, quatre fois moins de vitesse, quatre fois moins de vélocité, quatre fois moins d'espoir.

L'excellente santé de l'économie US ? C'est grâce à la brusque remontée des taux directeurs

En 18 mois, entre les mois de janvier 2022 et juillet 2023, la Fed a multiplié par 20 son taux directeur en le passant de 0,25% à 5,50%. Si le niveau de 5,50% n'a rien d'extraordinaire, la vitesse de la hausse est en revanche inédite. Le dernier mouvement de même ampleur avait été réalisé en 48 mois, entre 2004 et 2008.

Dans un processus normal, la hausse des taux d'intérêt réduit la capacité d'endettement des agents privés emprunteurs -entreprises et ménages- avec pour conséquence une baisse de l'investissement et de la consommation. Ce, malgré l'amélioration de la situation des agents prêteurs, qui, eux, voient les revenus de leurs placement en obligations d'Etat augmenter.

Seulement voilà, compte tenu des montants en jeu, dans les conditions de marché actuelles, cela pourrait être différent. La dette américaine a atteint 35kMds\$, le double d'il y a dix ans. Selon Bloomberg, la hausse récente et rapide des taux de la Fed a eu pour conséquence l'injection de 50Mds\$ de liquidités dans l'économie en paiement d'intérêt mensuel, soit 600Mds\$ annuels ! Un plan de relance jamais vu. David Einhorn, de Greenlight Capital, calcule lui une injection de liquidités annuelle de l'ordre de 400Mds\$, un chiffre cohérent avec celui de Bloomberg.

La hausse des taux d'intérêt, effet stimulant inédit sur la croissance américaine ? Ce phénomène avait été théorisé depuis de nombreuses années dans le cadre de la Modern Monetary Theory (MMT) par Warren Mosler.

Economy Keeps Going Strong		
	Start of Hikes	Latest
*GDP	2.5%	4.2%
Unemployment	3.8%	3.8%
Corporate profits	\$3.0 trillion	\$3.4 trillion
S&P 500	4,358	5,062

Source: Bloomberg
 Note: *average of previous two quarters
 Bloomberg

Bloomberg, 16/04/24, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-04-16/booming-us-economy-inspires-radical-theory-on-wall-street>

Si le concept a toujours suscité une certaine méfiance, des économistes avaient déjà fait remarquer dans le cycle précédent que la période de niveau plancher des taux directeurs n'avait pas eu pour conséquence une explosion du niveau de la croissance. Le tableau comparatif ci-dessus proposé par Bloomberg le montre : les taux bas ne stimulent pas la croissance, et les taux élevées ont un effet positif.

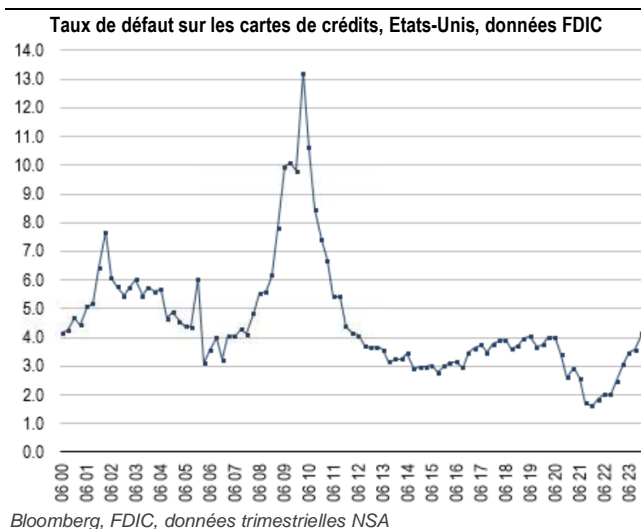
Effet retard ?

Pourquoi publier cette note maintenant ? Parce que nous sommes à un moment crucial du cycle économique et allons observer dans les mois qui viennent si la thèse de taux élevés favorisant la croissance américaine tient la route. Ses opposants évoquent un simple « effet retard » : on observe dans le graphique ci-dessous que la hausse du taux à 30 ans (courbe blanche) n'est absolument pas encore reflétée dans le taux effectif moyen d'emprunt des ménages (courbe bleue), grâce à un effet d'inertie, le stock déjà financé l'ayant été à des niveaux de taux de bas de cycle. Gare à l'effet de rattrapage alertent-ils.



Bloomberg, LMIF, 19/04/24

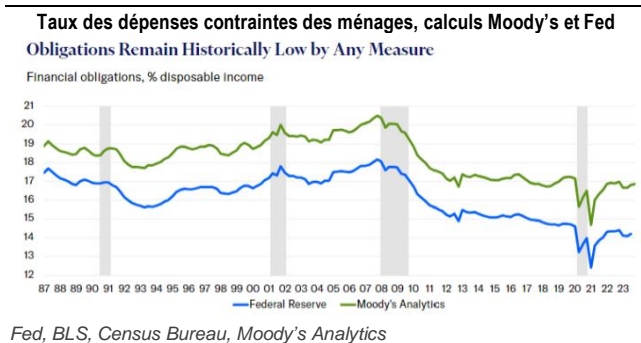
Preuve supplémentaire, les données FDIC (*Federal Deposit Insurance Corp*, <https://www.fdic.gov/>) faisant déjà état d'une hausse des taux de défaut des acteurs privés américains, qu'il s'agisse des ménages et entreprises. Sur les cartes bancaires, le taux est passé de 1.62% à 4.15%.



On observera que, dans le fond, ce taux ne fait que revenir à un niveau « normal » de l'ordre de 4 à 5%, et que cet argument n'est donc pas tellement recevable.

Niveau des dépenses contraintes

Moody's propose une autre grille de lecture particulièrement instructive, qui est celle des dépenses contraintes, sujet aussi central en Europe qu'outre-Atlantique¹. Le calcul inclut les emprunts immobiliers, les taxes foncières, les assurances, notamment automobiles, entre autres. Et Moody's de poser la question : la hausse des taux directeurs a-t-elle un effet d'étouffement des ménages via les dépenses contraintes ?



La réponse, qui figure dans le graphique ci-dessus, plaide en faveur de la thèse de Warren Mosler : elle est négative. Le taux des dépenses contraintes représenterait 16.86% du revenu disponible, et ce taux n'a pas tellement évolué. Il serait encore plus faible selon les calculs de la Fed, inférieur à 15%.

Et l'Europe dans tout ça ? Et la France ?

Soyons réalistes, notre situation dépend largement des Etats-Unis, par le truchement du niveau des taux d'intérêt. Car le niveau des taux d'intérêt européens sont « ancrés » (« *currency peg* ») sur ceux des taux américains, quoi qu'on

en dise. C'est en tous les cas la lecture d'LM Invest France. Le seul facteur de divergence notable serait négatif, en cas d'accident de crédit sur un des Etats de la zone euro, au premier titre desquels la France.

Ne comptons pas sur une baisse rapide et significative des taux d'intérêt, elle est si peu probable.

Avant tout, précisément pour la raison évoquée dans cette note. L'économie US se porte bien après cette hausse des taux directeurs, les taux de défaut remontent mais demeurent sous contrôle, les niveaux de dépenses contraintes n'explorent pas... pourquoi toucher à un équilibre qui convient plutôt bien à tout le monde ?

Ensuite parce que L'effet « *1 year rolling* » des cours des matières premières redevient inflationniste : en mars 2023, les cours du pétrole étaient en baisse annuelle de -25%. Courant 2023, l'effet de baisse annuelle pouvait même atteindre -40%. En mars 2024, l'effet est devenu positif à +10%. Mais il n'y a pas que ça : les études NFIB² montrent que les petites entreprises comptent augmenter leurs prix dans les mois à venir.

Enfin, parce que la dynamique entre offre et demande de dette demeure largement favorable aux acquéreurs de cette dette, pas aux émetteurs. Ces derniers ne sont pas si mal lotis. En termes réels, les taux d'intérêt demeurent bas, toujours proches de 0.

Dernière remarque enfin, plus philosophique -ou conceptuelle-, qu'économique. Le niveau des taux d'intérêt n'est que l'indication du prix futur de la monnaie. Un prix futur plus élevé s'explique par des anticipations de croissance et d'inflation supérieures. Le niveau des taux d'intérêt reflète ainsi quelque part le niveau d'espérance des agents économiques dans le futur. En cela, un niveau plus élevé est une bonne chose.

¹ https://www.wsj.com/economy/housing/housing-affordability-taxes-insurance-costs-rise-bca64df1?mod=Searchresults_pos2&page=1

² <https://www.nfib.com/surveys/small-business-economic-trends/>