



Comment l'économie s'adapte-t-elle à la hausse des taux ?¹



Philippe Ledent
Expert Economist, ING Belgium

ABSTRACT

In this article, we look back at the origin of the inflation that led the main central banks to drastically increase their key rates this year. The article then illustrates the initial effects of these rate hikes on the economy and financial markets. Finally, it questions the need for central banks to continue these rate hikes, distinguishing between the situation in the United States and in the Eurozone.

Dans cet article, nous revenons sur l'origine de l'inflation ayant mené les principales banques centrales à drastiquement augmenter leurs taux directeurs cette année. Ensuite, l'article illustre les premiers effets de ces hausses de taux sur l'économie et les marchés financiers. Enfin, il s'interroge sur la nécessité, pour les banques centrales, de poursuivre ces mouvements de hausse, en distinguant la situation aux Etats-Unis et en zone euro.

On les croyait disparus, mais les taux d'intérêt sont de retour. Certes, le niveau général des taux reste très bas et on pourrait considérer les mouvements actuels comme un simple retour à la normale. Cela dit, la réalité est un peu plus compliquée. Il n'est pas simple de passer d'un monde sans taux d'intérêt à un monde où les taux sont positifs. C'est d'autant plus vrai que le mouvement de hausse est brutal. Pour comprendre quels sont les premiers effets de ce retour des taux d'intérêt, on abordera ici trois questions que l'on traitera successivement :

- Pourquoi des hausses de taux ?
- Quelles en sont les conséquences ?
- En faudra-t-il plus ?

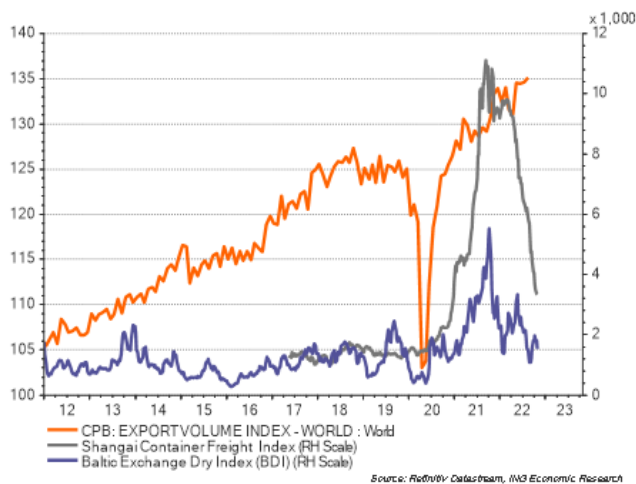
¹ Ce texte est le compte rendu d'une conférence donnée par son auteur au Forum Financier à Liège le 21 septembre. Les graphiques représentent la situation au moment de la conférence.

1. Pourquoi des hausses de taux ?

Pour répondre à cette question, il faut évidemment revenir à 2020. La crise Covid et les confinements qui s'en sont suivis ont provoqué une chute de la demande ET de l'offre dans l'économie mondiale. Cela s'est traduit par une chute des prix de l'énergie et des matières premières, mais aussi par une désorganisation généralisée des chaînes de production de valeur, en ce compris du transport maritime mondial.

Lorsqu'en 2021 on a pu entrevoir une sortie progressive de la crise du Covid, grâce à la vaccination principalement, la demande globale s'est remise en ordre de marche, dopée par ailleurs par les multiples aides offertes durant la crise tant aux entreprises qu'aux ménages. C'est un élément essentiel car de ce fait, la crise du Covid n'a que peu affecté le marché du travail (donc le revenu macroéconomique des ménages) alors que le nombre de faillites est resté historiquement faible. Par contre, l'offre globale est restée affectée par les vagues de Covid dans le monde, mais également par la désorganisation des chaînes d'approvisionnement. Il s'en est suivi un déséquilibre important entre l'offre et la demande, et donc une brusque augmentation des prix des matières premières et des coûts de transport (graphiques 1 et 2).

Graphique 1. Commerce mondial et coûts de transport maritime



Graphique 2. Prix des métaux industriels (2012=100)





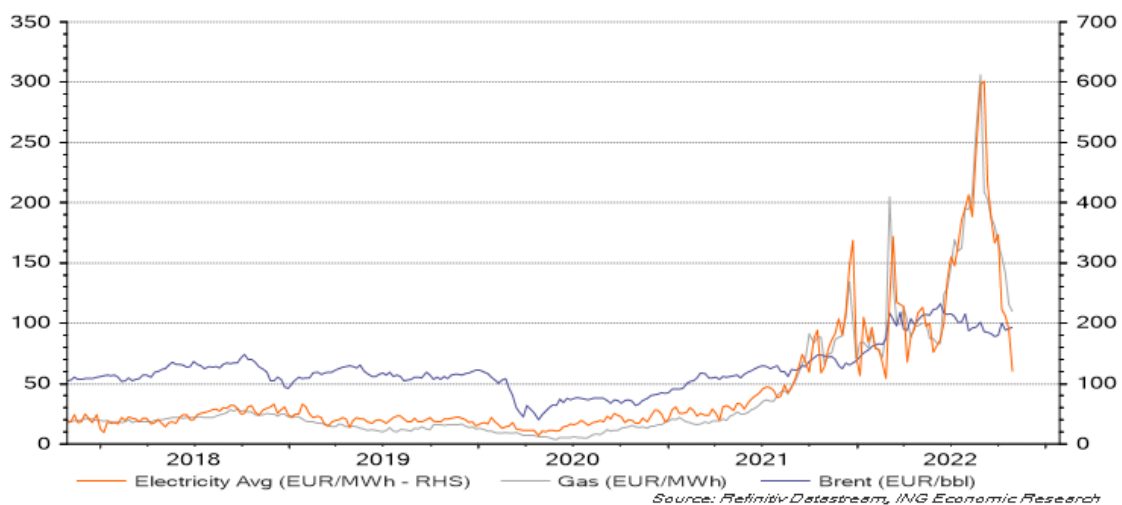
Les prix du pétrole sont également remontés brusquement alors qu'en Europe, la détérioration du climat diplomatique entre l'Europe et la Russie au sujet du nouveau gazoduc Nordstream2 s'est également traduite par une forte hausse du prix du gaz naturel et de l'électricité.

Fondamentalement, la hausse de l'inflation issue des hausses de prix décrites ci-dessus devaient rester temporaires. En effet, le déséquilibre entre offre et demande était forcément temporaire, si bien qu'une fois les chaînes d'approvisionnement rétablies, les prix devaient revenir à des niveaux normaux. Plusieurs facteurs ont néanmoins contribué à faire déraiser ce scénario :

- La succession de vagues de Covid, même moins virulentes, ont ralenti la réorganisation des chaînes d'approvisionnement. Le cas de la Chine est probablement le plus emblématique, puisque ce pays continue de pratiquer la politique du zéro-Covid, entraînant encore à l'heure actuelle des confinements stricts. Le rééquilibrage entre l'offre et la demande se fait donc plus lentement que prévu, même si des améliorations sont observées sur ce front.
- La vague de hausses des prix des matières premières et de l'énergie ayant été brutale, elle semble s'être rapidement et fortement transmise dans l'ensemble des prix, surtout aux Etats-Unis, dans la mesure où la demande y était particulièrement forte et le marché du travail y était tendu, provoquant une hausse des salaires (donc des coûts salariaux), venant s'ajouter à la hausse des prix des matières premières. Or, si les entreprises ont le pricing power suffisant pour transmettre leurs hausses de coûts sur leurs prix de vente (ce qui est le cas en période de forte expansion économique), l'inflation se répand rapidement dans l'ensemble des biens et services. On notera que ce phénomène a également joué en zone euro, mais dans une moindre mesure.
- En effet, en zone euro, c'est le déclenchement de la guerre en Ukraine qui est principalement responsable de la persistance de la vague d'inflation. Compte tenu de la spécialisation de la Russie dans l'exportation de matières premières agricoles, mais aussi de pétrole et de gaz essentiellement vers l'Europe, les prix des matières premières et de l'énergie ont continué à grimper. Il est important de souligner ici qu'alors que le marché du pétrole est un marché mondial, le marché du gaz ne l'est pas tout à fait, la capacité de transport de gaz (GNL) étant plus limitée que celle du pétrole. L'Europe étant dès lors fortement dépendante de la Russie pour son approvisionnement en gaz, le prix y a très fortement augmenté, certainement à partir de l'été, lorsque la Russie a progressivement diminué son approvisionnement (graphique 3).
- Un quatrième facteur est souvent cité pour expliquer la persistance de l'inflation : les politiques ultra-accommodantes des banques centrales au cours des dernières années, impliquant notamment une forte croissance de la masse monétaire. Il n'existe à ce stade pas d'évidence

claire qu'il s'agisse là une source de l'inflation actuelle. Sans doute l'abondance de liquidités dans les économies a-t-elle permis à celles-ci de rebondir plus vite de la crise du Covid, contribuant, par la force de la demande, à une hausse de l'inflation. Mais la part de responsabilité de la politique monétaire dans la vigueur de la demande reste à déterminer. Sans doute de futurs travaux économiques permettront de quantifier cette responsabilité. Il est cependant assurément faux de penser que la situation actuelle est le résultat d'un seul facteur.

Graphique 3. Prix de l'énergie (Europe)



Il s'en est suivi une montée inexorable de l'inflation, tant aux Etats-Unis qu'en zone euro, mais il est vrai pour des raisons très différentes. Pour preuve, actuellement, les prix de l'énergie sont responsables pour plus de la moitié de l'inflation en zone euro, alors qu'elle en représente moins d'un tiers aux Etats-Unis.

Lorsque les banques centrales ont compris que l'inflation n'avait pas le caractère temporaire qu'elles escomptaient, le ton de la politique monétaire a radicalement changé. Alors que les banques centrales avaient habitué les observateurs et les marchés financiers à soutenir les économies au moindre ralentissement, elles ont subitement adopté un discours plus « classique » de lutte contre l'inflation. Différents éléments ont probablement soutenu ce changement de cap. Comme indiqué, la vigueur et la persistance de l'inflation en est le plus évident. Mais le décrochage des anticipations d'inflation, qu'elles soient mesurées dans les marchés financiers ou via des enquêtes auprès des ménages, a probablement été un autre élément déclencheur.

Dès lors, lors du séminaire de politique monétaire de Jackson Hole en août dernier, tant les discours de la Fed que de la BCE ont plaidé pour une approche stricte de la lutte contre l'inflation, impliquant



de facto de multiples hausses de taux (à ce moment la séquence de hausses avait déjà commencé, mais sa durée restait incertaine). Et de fait, les hausses de taux se sont multipliées et devraient se poursuivre au moins jusqu'à la fin de l'année.

2. Quelles en sont les conséquences ?

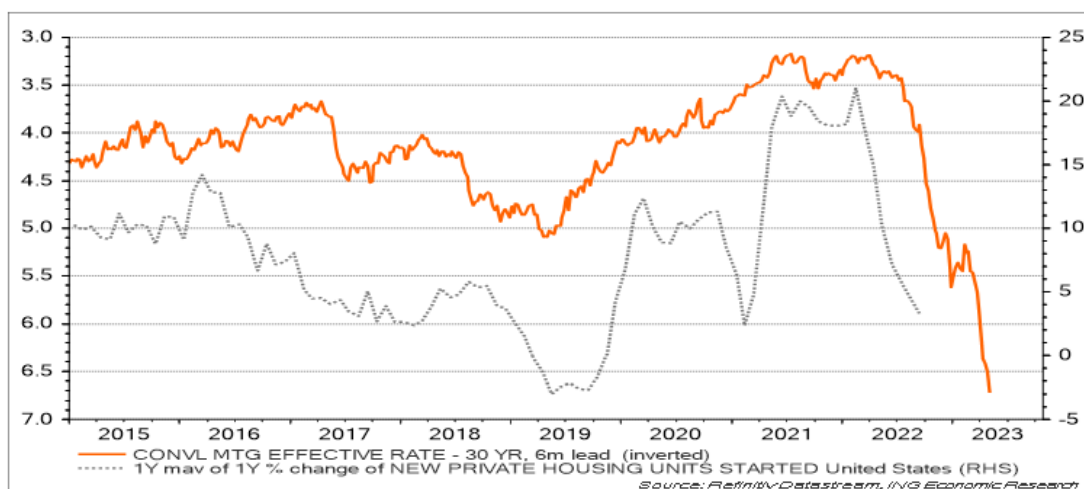
A vrai dire, il faut d'abord rappeler qu'entre une décision de politique monétaire et son plein effet sur l'économie, il peut s'écouler au moins 12 mois. Dès lors, tous les effets des hausses de taux passées et présentes sont encore loin d'être visibles. C'est toute la difficulté de mener une politique monétaire. Il faut agir, mais pas trop, sachant par ailleurs qu'on ne sait pas, au moment d'une décision, si les précédentes étaient suffisantes ou non pour atteindre l'objectif fixé.

Il n'empêche qu'évidemment, l'économie subit rapidement les premiers effets de la hausse des taux. On observe en premier lieu une adaptation de l'ensemble des taux de marché. Les taux courts suivent de près les décisions de politique monétaire, mais les taux longs anticipent également les décisions futures. A ce titre, ce qu'il s'est passé cette année est tout à fait illustratif. Lorsque les marchés financiers ont compris que les banques centrales allaient prendre le problème de l'inflation à bras le corps, les taux longs ont grimpé rapidement, anticipant de multiples hausses de taux, sans vraiment savoir jusqu'où les banques centrales pourraient aller. Mais, à partir de mi-juin, la question du ralentissement économique, lui-même induit par la guerre en Ukraine et l'érosion du pouvoir d'achat liée à l'inflation, s'est invitée dans les anticipations en matière de taux. Les banques centrales allaient-elles oser rester très agressives envers l'inflation alors même qu'un ralentissement économique pointe à l'horizon ? Après tout, la hausse des taux a pour but de freiner l'inflation en ralentissant la demande via la consommation et l'investissement. Or, un ralentissement économique représente précisément un ralentissement de la demande. C'est certainement vrai en zone euro, où l'explosion de la facture d'énergie des ménages et des entreprises risque d'affecter profondément leur comportement de consommation et d'investissement. En d'autres termes, l'explosion de la facture d'énergie en Europe n'allait-elle pas avoir les mêmes effets qu'une hausse des taux de la Banque centrale européenne (BCE), rendant une telle hausse moins nécessaire ? En conséquence de ces interrogations, les taux longs se sont détendus cet été (graphique 4). Mais les discours de Jackson Hole ont levé les doutes de ceux et celles qui en avaient : les banques centrales sont déterminées à lutter contre l'inflation, et tant pis si elles en accroissent le ralentissement économique. Le message a été on ne peut plus clair, et les taux longs sont repartis de plus belle à la hausse.

Comme indiqué, les effets macroéconomiques des hausses de taux ne se feront sentir pleinement que vers le milieu de l'année prochaine. Ceci étant, la remontée des taux étant brutale et massive, il est aussi clair que l'économie en ressent dès maintenant une partie des effets. On pense d'abord aux secteurs les plus exposés aux taux, dont notamment le secteur de la construction et de l'immobilier

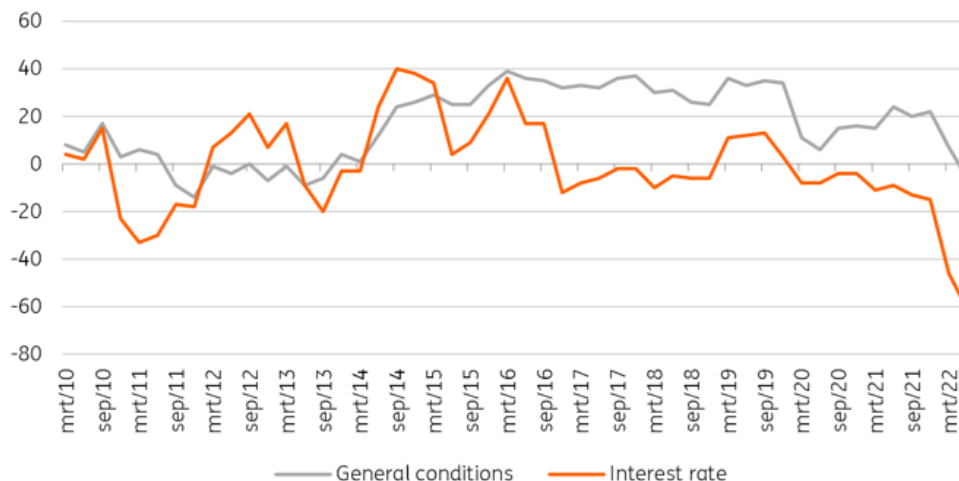
en général. Ainsi, aux Etats-Unis, la forte remontée du coût des crédits hypothécaires (le taux moyen est passé de 3,5% en début d'année à plus de 6,5% à présent pour un crédit hypothécaire à taux fixe et d'une durée de 30 ans) s'est déjà traduite par un net ralentissement des prix de l'immobilier et par des mises en chantier (graphique 4).

Graphique 4. USA : Taux d'intérêt de référence sur les prêts hypothécaires (échelle inversée) et mises en chantier de maisons



En Europe également, on observe les premiers signes d'un ralentissement des prix de l'immobilier (ils ont par exemple plié de 6% au troisième trimestre aux Pays-Bas). Bien sûr, la hausse des taux n'est pas la seule responsable : la faible confiance dans l'avenir peut également jouer un rôle important. Mais il est clair que passer d'un régime où l'économie se finance à taux extrêmement bas, voire négatif, à un régime où les taux reviennent à des niveaux plus « normaux », de surcroît de manière brutale, devrait provoquer un ralentissement visible de la demande globale dans l'économie. A titre d'illustration, on observe par exemple une dégradation nette de l'appréciation des conditions de crédit par les entreprises, ce qui devrait se solder par un ralentissement des investissements (graphique 5).

Graphique 5 : Appréciation des conditions de crédit par les entreprises



Deux autres domaines sont à surveiller : d'une part, les marchés financiers sont nettement impactés par la remontée brutale des taux. L'année 2022 sera probablement une des pires en matière d'investissements : tant la poche actions que la poche obligations ont souffert, ce qui est rare. Mais au-delà des performances des investissements, les marchés financiers font preuve d'une plus grande volatilité et d'une liquidité amoindrie. Si on y ajoute un contexte économique fragile et géopolitique plus que tendu, les variations brutales de prix se multiplient. Ce contexte de forte hausse des taux et de corrections brutales de marchés est plus propice à des accidents financiers, ce qui peut en retour avoir des conséquences négatives sur l'économie dite « réelle » (effet richesse, défaillances en cascades, risque systémique, ...).

D'autre part, la hausse drastique des taux est un coup dur pour la politique budgétaire, par ailleurs fort sollicitée par les multiples crises. Les déficits publics restent très importants et rares sont, à ce stade, les stratégies de retour à l'équilibre des finances publiques. Mais au contraire des dernières années, ces déficits se financent à un taux d'intérêt non nul, alourdissant la facture pour les gouvernements. Quand on sait que la réduction de la charge d'intérêt a été un facteur important de la soutenabilité des finances publiques ces dernières années, le retour de taux d'intérêt plus élevés risquent de représenter un frein supplémentaire à la reprise économique.

Certes, à court terme, l'inflation très élevée diminue le ratio d'endettement de la plupart des gouvernements (le PIB nominal augmentant plus rapidement que la dette). Mais ce phénomène est temporaire, et dès 2023, la stabilité des finances publiques pourrait se réinviter au cœur des sommets européens.



3. En faudra-t-il plus ?

Bref, l'économie réagit généralement assez mal à des hausses de taux. Dans un contexte de ralentissement économique, l'effet peut même en être désastreux. Mais d'un autre côté, le maintien d'une inflation élevée peut également être désastreux. Alors, les banques centrales risquent-elles d'en faire de trop ?

Il faut ici distinguer la situation aux Etats-Unis et en zone euro. Aux Etats-Unis, la situation est assez claire : l'inflation vient essentiellement de la dynamique économique elle-même et le ralentissement est la directe conséquence de la hausse des taux. Dans ce contexte, il faut s'attendre à ce que la Fed poursuive ses mouvements au moins jusqu'à la fin de l'année. Elle devrait ensuite être plus prudente, afin de tenter de « piloter » l'atterrissage de l'économie américaine. Elle pourrait même déjà baisser ses taux dans le courant de 2023 si le ralentissement s'avérait plus important que prévu. Tout est donc juste une question d'équilibre.

En zone euro, la situation est plus complexe. Certes, l'inflation est très élevée, ce qui appelle des mesures de la BCE. Mais d'un autre côté, le ralentissement observé est probablement plus la conséquence de l'explosion de la facture d'énergie que des hausses passées de taux. Comme indiqué précédemment, on peut donc légitimement se demander si la perte de pouvoir d'achat et la nécessité de diminuer la consommation d'énergie ne va pas suffire à faire baisser l'inflation. Si le choc de l'énergie affaiblit brutalement l'économie de la zone euro, la hausse des taux est alors une peine inutile, dans la mesure où l'affaiblissement de la demande devrait, en toute logique, ralentir l'inflation. La BCE ne le pense pas et devrait encore et encore remonter ses taux jusqu'en début de 2023 : dans un discours récent, Isabel Schnabel rappelait « *qu'il serait imprudent de considérer que l'affaiblissement de la demande diminue la nécessité de remonter les taux* ». Qui a raison, qui a tort ? La réponse ne sera malheureusement pas disponible avant plusieurs mois.

En conclusion, on est finalement face à un cycle conjoncturel assez classique aux Etats-Unis, piloté une fois de plus par la politique monétaire. On voit donc l'économie s'adapter, parfois rapidement, aux nouvelles conditions de financement de l'économie. En zone euro, l'image renvoyée par l'économie est malheureusement brouillée par de multiples facteurs, qui laissent de nombreuses questions sans réponse. En particulier, il serait crucial de savoir si le choc des prix de l'énergie rend les interventions de la BCE inutiles voire contreproductives. Mais comment avoir une réponse claire alors que l'évolution des prix de l'énergie est incertaine, que les conséquences de l'immense vague de hausse de prix est encore inconnue et que les mesures de politique budgétaire se multiplient pour contrer les effets de celle-ci. Rendez-vous dans quelques mois !