

> ACTUALITÉ

L'EXCEPTIONNALISME ÉCONOMIQUE POURRAIT CHANGER DE CAMP

Léa Dauphas, chef économiste à TAC Economics, et Mabrouk Chetouane, responsable de la stratégie globale à Natixis Investment Managers, étaient invités à débattre autour du thème « Certitudes et surprises en 2025 » à l'occasion des Rencontres de l'AFTE du 6 mars.

Europe n'est plus tout à fait cet objet d'étude ennuyeux qu'il était encore il y a peu pour les économistes, qui s'étaient de longue main résignés au pessimisme s'agissant de cette partie du monde. Les Etats-Unis, au contraire, ne sont peut-être plus dignes de l'« *exceptionalism* » auquel on les avait associés depuis deux ans. Tels sont, entre autres, les titres à l'intérêt du débat entre les deux économistes invités des Rencontres.

De l'autre côté de l'Atlantique, en l'absence des deux moteurs qui ont soutenu l'activité au cours des deux dernières années, l'immigration massive et la pluie d'investissements déclenchée par les incitations fiscales, le rythme de la création de richesse devrait diminuer, sans toutefois « *s'éloigner de la croissance potentielle* », selon Mabrouk Chetouane, qui a estimé, à rebours du consensus, que la Réserve fédérale pourrait être amenée à « *lisser le cycle* » en procédant à de nouvelles baisses des taux directeurs.

Léa Dauphas, qui élabore des scénarios à moyen terme, en distingue deux. L'un, dit « *full speed Trump* », qui voit se déployer trois objectifs de la nouvelle administration – un capitalisme de connivence, un agenda ultraconservateur, une domination économique des Etats-Unis -, se traduirait par des investissements

massifs, une économie « *en surchauffe* » et des taux d'intérêt plus élevés, cela sur fond de déréglementation, comme lors de l'âge d'or des années 1920, tableau rose à court terme mais qui porterait les ferments d'une crise à venir. Le second, dans lequel des contre-pouvoirs se mettraient en travers du chemin tracé par la Maison-Blanche, se solderait par « *davantage d'instabilité encore* », les deux scénarios ayant comme points communs un regain d'inflation et une banque centrale dépossédée de son pouvoir de contrôle sur les banques, en attendant, pourquoi pas ? de l'être de son autonomie en matière de politique monétaire.

PROBABLE DÉSENCHANTEMENT

Une inflation ascendante, de la volatilité, des mesures économiques où l'on trouve « *tout et son contraire* », cela se traduira probablement par un « *désenchantement* » pour l'économiste de Natixis Investment Managers, qui fait en outre valoir que les Etats-Unis prennent le risque de se mettre à dos le reste du monde et de faire l'objet de représailles en matière douanière, mesures de rétorsion dont les premières victimes seraient ses entreprises.

Dans le cas où des droits de douane réciproques seraient mis en œuvre, les impacts sur la croissance et l'inflation

seraient significatifs, selon Léa Dauphas, qui ajoute au tableau le comportement d'un « *Etat voyou* » n'hésitant pas à tordre le bras du secteur privé (BlackRock prié de racheter les intérêts hongkongais dans des infrastructures portuaires du canal de Panama), et a estimé que des aides directes aux particuliers ne seraient pas du tout du goût des acheteurs d'obligations du Trésor. « *Les marchés font savoir qu'il n'y a plus de free lunch* », a-t-elle déclaré en référence

Tout et son contraire (la Maison-Blanche)



à la vente massive de dette souveraine allemande le 6 mars (le rendement du Bund avait augmenté de 0,2 point de pourcentage) consécutive à l'annonce par Friedrich Merz, le probable prochain chancelier, qu'un accord avait été trouvé avec ses partenaires politiques pour la création d'une fonds de 500 milliards d'euros sur dix ans destiné à financer des dépenses de défense et d'infrastructure.

Renchérissment de la dette allemande (rendement des obligations à dix ans)



Source : Financial Times

LE TEST DE LA SOLIDARITÉ EUROPÉENNE

Sur le vieux continent au contraire, les dernières nouvelles (« *whatever it takes* » allemand, mobilisation des dirigeants après l'arrêt de l'aide américaine à l'Ukraine, etc.) semblent indiquer que les freins à la croissance pourraient être desserrés. Selon le premier des deux scénarios envisagés par l'économiste de TAC Economics, optimiste, un projet européen autour de la défense, domaine où l'effet de levier budgétaire est significatif, pourrait insuffler de la confiance. Mais un continent fragmenté et en partie vassalisé, où chaque Etat « *jouerait sa propre partition* », constitue une hypothèse que l'on ne peut exclure.

Mabrouk Chetouane adhère à la thèse d'un multiplicateur budgétaire élevé quand il s'agit de dépenses de défense, et en veut pour preuve l'économie russe, qui n'a pas versé dans la récession en dépit des sanctions internationales. Pour lui, l'économie européenne peut se relancer, mais à condition que la Banque centrale

européenne mène une politique « *ultra-accommodante* » en amenant ses taux directeurs en deçà du taux neutre, c'est-à-dire à 1,50 %, voire 1,25 %, et reprenne ses rachats d'actifs de façon ciblée. L'invité des Rencontres ne serait pas choqué si l'institut d'émission était « *moins regardant* » à l'égard de l'inflation, laquelle, pour des raisons structurelles, ne refluera pas davantage. Un telle politique monétaire aurait, en sus de l'effet sur les conditions de crédit, la vertu d'affaiblir l'euro, ce

Des taux directeurs à 1,25 % ? (La Banque centrale européenne)



qui permettrait d'amortir en partie le choc des droits de douane.

LA CHINE, PÔLE DE STABILITÉ

Alors que la politique économique des Etats-Unis est indéchiffrable et que l'Europe est sur le pied de guerre, la Chine, dont les dirigeants ont le temps pour eux, donne l'image d'une certaine stabilité. A court terme, si des mesures énergiques semblent avoir permis de stabiliser les prix de l'immobilier, la plus grande menace prend les traits d'une forte pression déflationniste. Le rendement de la dette souveraine à trente ans est inférieur à celui du Japon, a fait remarquer Mabrouk Chetouane, pour qui la seule planche de salut réside dans une politique budgétaire expansionniste. Pékin, par ailleurs, n'a pour l'instant pas grand-chose à craindre des droits de douane appliqués aux Etats-Unis : depuis le premier mandat de Donald Trump, le pays a largement diversifié ses partenaires commerciaux, en même temps qu'il mettait la pédale douce sur les achats d'obligations du Trésor américain.

La Chine se voit, par ailleurs, comme une nouvelle puissance normative et comme un pôle de stabilité, selon Léa Dauphas, qui met en exergue les efforts déployés pour s'émanciper des Etats-Unis (il ne faudrait plus que deux ans pour que sa dépendance à leur égard soit ramenée à zéro). Cependant, sur le plan économique, il y a loin de la coupe aux lèvres dans la bascule d'une économie tirée par les exportations à un modèle basé sur la consommation intérieure, qui nécessite que les ménages recouvrent une confiance largement écornée, notamment par la crise immobilière. ■

A.B