

Tournant des taux d'intérêt: un an de taux d'intérêt positifs

Les lois économiques continuent de s'appliquer

Vivrons-nous à long terme dans un environnement inflationniste avec des taux d'intérêt en hausse? Des facteurs fondamentaux plaident en faveur d'une baisse, une fois que les banques centrales auront gagné la bataille contre les taux d'intérêt.

Les pouvoirs publics et les banques centrales ont créé un boom de la demande qui a poussé les prix à la hausse, en particulier aux États-Unis, en instaurant des programmes fiscaux post-Covid et pratiquant une politique monétaire agressive de baisses de taux d'intérêt. Le bellicisme de Poutine a mis de l'huile sur la flambée des prix, d'abord alimentée par l'offre. La hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires a entraîné une augmentation de plus de 9 % des prix à la consommation et à la production en 2022.

Cette succession de surstimulations fiscales et monétaires, d'un choc des prix de l'énergie et d'une envolée des taux d'inflation a pris les banques centrales à contre-pied. Elles ont augmenté les taux d'intérêt de manière agressive en 2022. La Fed américaine a relevé son taux directeur de 0.25 % à 4.75 % aujourd'hui, la BNS de -0.75 % à 1 % et enfin, la BCE de -0.5 % à 3 % (voir premier graphique, page 69).

En 2022, les obligations d'État à dix ans aux États-Unis sont passées de 1.6 % à 3.5 %, en Europe de -0.2 % à 2.2 % et en Suisse de -0.1 % à 1.3 %. Selon l'échéance, il en a résulté des pertes en capital à deux chiffres; un risque que nous signalions depuis des années – et qui a été largement ignoré par les investisseurs passifs – s'est ainsi concrétisé.¹

Un indice n'est pas un objectif de placement, mais un ensemble de titres pré-

sentant des caractéristiques de risque spécifiques. Les investisseurs aveuglément orientés vers l'indice ont subi des pertes massives de capital: le Swiss Bond Index a perdu 12 % (en francs), le BBG Barclays Global Aggregate a même enregistré une baisse de 15.8 % (en dollars) – en monnaie locale plus que l'indice des actions suisses SMI (-14.7 %) et légèrement moins que le SPI (-16.9 %).

Quel avenir pour les taux d'intérêt?

L'opinion la plus répandue actuellement est que l'on ne retournera pas à des taux d'intérêt bas. Pas si vite!

Les taux d'intérêt étaient déjà très bas avant Covid et ont constamment mis le cap vers le sud pendant trois décennies.

La hausse de l'inflation n'est pas faite pour durer, affirment les grands maîtres de l'économie, même si le retour à la normale prend du temps. La persistance de taux d'intérêt bas est une attente économiquement fondée, comme nous l'expliquons ci-dessous en nous basant notamment sur les analyses de Krugman («New York Times», 10/2022) et Blanchard («Fiscal Policy Under Low Interest Rates», MIT 01/2023).

La stagnation séculaire est-elle terminée?

En 2013, Lawrence H. Summers a déclaré que les économies avancées se trouvaient dans une situation de stagnation séculaire, un concept développé par l'économiste Alvin Hansen en 1938. Il fait référence aux économies qui souffrent d'une demande privée structurellement

¹ Voir par exemple «Les kolkhozes des indices obligataires», Roman von Ah, Prévoyance Professionnelle Suisse 01/14.

faible, ce qui nécessite des taux d'intérêt bas pour la maintenir et atteindre le potentiel de production – assez bas pour que les taux d'intérêt sûrs (r) soient inférieurs au taux de croissance de l'économie (g): $r < g$.

Les preuves de ce phénomène ont été accablantes pour la plupart des économies: les taux d'intérêt réels corrigés de l'inflation ont baissé depuis le milieu des années 1980 et ont été inférieurs aux taux de croissance, qui étaient même généralement négatifs. Blanchard estime tout d'abord qu'il n'y a peut-être pas de variable plus importante pour la politique macroéconomique que $(r-g)$. Et deuxièmement, que la stagnation séculaire mondiale est alimentée par des facteurs structurels profonds que ni Covid ni l'inflation n'ont modifiés.

Les taux d'intérêt resteront bas

Les banques centrales gagneront la bataille de l'inflation. La baisse des taux d'intérêt réels est due à une tendance à la baisse des facteurs économiques fondamentaux. Nous nous attendons à un environnement macroéconomique qui n'est pas dramatiquement différent de celui d'avant Covid. Les taux d'intérêt sûrs pour les actifs sans risque de défaut seront à nouveau bas et $r < g$ restera probablement dominant pendant un certain temps.

Krugman fait référence à l'économiste Knut Wicksell, qui a introduit il y a plus de 100 ans le concept du taux d'intérêt naturel (Natural Rate of Interest). Celui-ci aligne l'épargne à l'investissement. C'est le taux d'intérêt qui est cohérent avec la stabilité des prix. Un taux d'intérêt trop bas entraîne des dépenses d'investissement supérieures à l'offre d'épargne, avec pour résultat une inflation supplémentaire. Le fait que nous n'ayons pas observé de hausse de l'inflation dans la longue tendance à la

baisse des taux d'intérêt indique que le taux d'intérêt naturel a baissé au fil du temps.

Raisons de la réduction du taux d'intérêt naturel

Les effets démographiques et technologiques ont entraîné une baisse tendancielle de la demande d'investissement. La croissance de la population et de la main-d'œuvre s'est ralentie, tout comme le développement technologique.

Une main-d'œuvre croissante a besoin de plus de locaux d'usine et de bureaux, de plus de logements et de plus d'infrastructures (routes, transports publics). Une main-d'œuvre stagnante a besoin d'investissements de renouvellement pour compenser les effets de l'usure sur les biens durables, les espaces de travail et les logements.

La croissance de la population active (Prime Working Years) s'est ralentie depuis 2005, lorsque les baby-boomers ont atteint la vingtaine aux États-Unis. En Europe, la part de la population active est en baisse depuis 2010 et chute au Japon.

Le progrès technologique (remplacement des technologies/biens d'équipement obsolètes), un moteur essentiel de l'augmentation de la prospérité, contribue également à la demande d'investissement. Si le progrès technologique ralentit, les dépenses d'investissement diminuent. Les changements technologiques sont plus difficiles à mesurer, mais les estimations de la productivité totale des facteurs (Total Factor Productivity) montrent un net ralentissement de la croissance depuis le milieu des années 2000, particulièrement prononcé en Europe.

La Suisse se dirige vers un niveau réaliste

La baisse constante des taux d'intérêt réels au cours des 40 dernières années,

mais aussi les attentes en matière de taux d'intérêt et d'inflation pour l'avenir prévisible, déduites des données du marché, reposent sur des facteurs économiques. Une épargne importante, des investissements faibles et une forte demande de placements sûrs ont entraîné une baisse des taux d'intérêt réels d'équilibre. Une fois la lutte contre l'inflation gagnée, les taux d'intérêt restent soumis à ces forces.

La demande d'investissement est un peu plus incertaine. Pour atténuer le changement climatique, il est nécessaire d'investir dans les technologies vertes. Des investissements plus élevés augmentent la croissance et peuvent conduire à des taux d'intérêt plus élevés. Une explosion technologique n'a pas eu lieu au cours des 40 dernières années pour de multiples raisons (Vollrath, «Fully Grown», 01/2020 ou Gordon, «Rise and Fall of American Growth», 08/2017), en conséquence de quoi la croissance restera probablement plus faible que dans les décennies d'après-guerre.

La baisse des taux d'intérêt réels est observable dans le monde entier. La Suisse suit largement les taux d'intérêt mondiaux, même si nos taux sont un peu moins touchés en raison d'attentes inflationnistes plus faibles. Avec un taux d'intérêt réel de 0.5 et une inflation de 1 %, le taux d'intérêt neutre se situerait autour de 1.5 %; en ajoutant une prime de durée de 0.5 %, le taux d'intérêt sans risque à plus long terme se situerait à 2 %. Comme le montre le deuxième graphique (page 69), nous ne sommes plus si éloignés de ce niveau de taux en Suisse. C'est une bonne nouvelle. |

Roman von Ah

TAKE AWAYS

- Les banques centrales gagneront la bataille de l'inflation.
- Les taux d'intérêt resteront bas après l'aplatissement de l'inflation.
- La faiblesse des taux d'intérêt réels est due à des raisons macroéconomiques structurelles.