

## Lettre n°28

### Que penser de la hausse des taux longs et doit-on redouter l'inflation ?

« Penser l'événement pour ne pas succomber à l'actualité. » Hanna Arendt

Il y a un an, débutait le confinement et s'était posée la question des politiques monétaires et budgétaires à mettre en œuvre : fallait-il laisser l'austérité s'installer comme en Europe avant le « quoi qu'il en coûte » de Draghi au tournant des années 2010 ? Fallait-il privilégier un soutien modéré à l'économie à l'instar du plan Obama de 2009 ? Ou, fallait-il une politique nouvelle de soutien massif, la mise en œuvre de la « Théorie monétaire moderne » suggérée notamment par Olivier Blanchard, ancien économiste en chef du FMI ? Cette option fut choisie car des mesures d'austérité auraient eu un coût plus élevé que le risque associé à des injections de liquidités pour racheter des obligations publiques.

On a donc eu association de déficits budgétaires inédits avec des injections de liquidités sans comparaison dans un contexte d'excédent d'épargne et cela devrait peu évoluer en 2021.

Aujourd'hui, il y a une concordance des temps favorable à des tensions sur les taux : le temps économique avec le vote au Congrès d'un plan de relance jugé démesuré par nombre d'économistes, le temps politique, avec la volonté de Biden de porter le salaire minimum à \$15/heure, le temps pétrolier avec une hausse des prix du baril fortifiée par la discipline de l'OPEP, le temps de la vaccination avec une accélération attendue de l'offre et le temps de l'emploi avec la publication de bons chiffres de créations d'emplois aux Etats-Unis. Autant de facteurs à l'origine d'une tension sur les taux longs.

Autant de facteurs qui concourent à une remontée brutale des taux américains à 10 ans de 0.91% en janvier à 1.55% et du taux hypothécaire américain à 30 ans, clé du dynamisme de l'immobilier, à plus de 3% contre 2.65% en début d'année.

Faut-il s'inquiéter d'un retour de l'inflation ? Faudrait-il s'alarmer de taux réels américains à zéro dans l'hypothèse d'un taux nominal à 10 ans à 2% ? Peut-on tirer un parallèle avec les années 60, débutées avec un taux d'inflation à moins de 2%, terminées avec une inflation à plus de 5%, dans un contexte de croissance forte, conjugué à des politiques budgétaires et monétaires accommodantes ? Autant de questions à explorer, sans succomber à l'actualité pour ne pas oublier la recommandation de la philosophe Hanna Arendt.

1. **Les causes de la hausse des taux** : deux certitudes, une évidence et une inquiétude éventuelle

- *La première certitude*, c'est la reprise économique.

Le redressement de la croissance, anticipé à partir du deuxième trimestre ou du deuxième semestre selon les pays, devrait être rapide car les politiques budgétaires des gouvernements, les soutiens aux entreprises, les aides aux ménages ont été infiniment supérieurs à ceux proposés lors de la crise de 2008. Le déficit budgétaire des pays de l'OCDE a été en moyenne supérieur à 12% en 2020 (près de 10% en Europe et 15% aux Etats-Unis) contre 8% en 2008-2009.

Il est traditionnel, et dans la logique keynésienne, d'accroître la dépense publique en période de crise et, aux Etats-Unis, par exemple, entre 2007 et 2010, la dépense publique, en pourcentage du PIB, était passée de 37% à 43% avant de rebaisser à près de 38% en 2018. De même, dans la zone Euro, elle était passée de 45% en 2007 à 50,7% en 2009 puis s'était contractée à 46,8% en 2018.

Mais, cette fois-ci les Etats ont été plus réactifs. Riches de la malheureuse expérience du début des années 2010, marqués par le souvenir de la crise grecque et des pays d'Europe du Sud, les Etats européens ont évité d'aggraver la crise par des politiques d'austérité et se sont diligemment accordés sur un plan de soutien de €750 milliards.

Si la consommation a été freinée, voire arrêtée dans certains secteurs, si l'épargne des ménages a atteint des records, les déficits budgétaires ont été un succédané temporaire, un substitut momentané à la consommation privée.

Si, traditionnellement, récession signifie hausse des faillites, en 2020, les garanties apportées par les Etats aux dettes des entreprises ont été efficaces et, dans de nombreux pays, les faillites ont même baissé.

Enfin, les injections de liquidités, \$120 milliards/mois aux Etats-Unis, par exemple, depuis juin, ont permis un financement des dettes publiques additionnelles sans effet d'éviction et sans renchérissement des crédits aux entreprises.

Pour résumer, on a eu combinaison de politique budgétaire et de politique monétaire, de ce que les américains appellent « la monnaie hélicoptère » avec les injections de liquidités des banques centrales et les effets sont bénéfiques.

La hausse des taux longs aux Etats-Unis est expliquée par l'ampleur du plan de relance, \$1900 milliards, 9% du PIB, après le plan Trump de \$900 milliards en décembre 2020, 4% du PIB. Un plan jugé disproportionné au regard d'une récession de 3.5% en 2020 et cela a également une incidence sur les taux longs européens.

**Olivier Blanchard** évalue à un maximum de \$900 milliards, plus probablement \$680 milliards, « l'output gap », c'est-à-dire l'écart entre le PIB actuel et ce qu'il aurait dû être si la crise n'était pas intervenue. Il juge donc ce plan excessif et potentiellement inflationniste. **Joseph Gagnon** est plus pessimiste sur l'inflation car le succès de la campagne de vaccination peut induire une forte augmentation de la demande de services, une utilisation des \$1600 milliards d'épargne accumulés en 2020, une consommation des chèques versés par Trump et Biden car la propension à épargner des classes défavorisées est faible. A ce jour, seulement 20% du chèque de \$600 de décembre a été dépensé mais ceci devrait augmenter. Et ainsi, verrait-on une inflation temporaire surgir et les marchés s'inquiètent.

- *La deuxième certitude*, c'est le caractère infrangible des politiques monétaires menées par les banques centrales qui, dans l'OCDE, détiennent plus de \$17 000 milliards d'obligations dont près de \$15 000 milliards de dettes publiques contre \$2000 milliards il y a seulement 10 ans. Leur priorité n'est plus l'inflation mais l'emploi. Aux Etats-Unis, le taux de chômage en février, en dépit de 379 000 créations d'emplois, est encore de 6.2%, contre 3.5% il y a un an, et, à cela s'ajoutent 4.2 millions de personnes sorties (temporairement ?) du marché du travail. Le taux de chômage au sens large est ainsi de 9.1%. En Europe, le taux de chômage est de 8.1%, plus faible qu'en 2013 car le taux avait atteint 12%, mais la dégradation est masquée par les aides gouvernementales.

Dans ce contexte, difficile d'imaginer un tarissement des injections de liquidités. Pour convaincre les sceptiques, les banquiers centraux ont pris soin d'annoncer leur tolérance pour une inflation temporairement supérieure à 2%, le temps de retrouver le plein emploi, c'est à dire aux Etats-Unis, la création de 9.5 millions de postes dont 3.5 millions dans le secteur des loisirs ou de l'hôtellerie. Tel est le propos explicite de Powell à la tête de la Fed et le discours implicite de Christine Lagarde à la BCE. Le bilan de la BCE représente déjà 40% du PIB de la zone Euro et va encore croître. Celui de la Fed, également.

- *L'évidence*, ce sont des tensions inflationnistes temporaires, nées de quatre facteurs : la hausse récente des cours des matières premières agricoles, industrielles et énergétiques, les ruptures dans les chaînes d'approvisionnement industrielles avec la pénurie de semiconducteurs, le renchérissement du fret maritime et la tentative de certaines entreprises de restaurer leurs marges.

L'évidence, c'est aussi l'effet miroir. 2020 a été une année de thésaurisation forcée, d'inflation négative dans de nombreux pays. 2021 marque fatalement une reprise de l'inflation mais doit-on s'alarmer ?

En février, le taux d'inflation hors énergie, en Europe est de 1.1%, il va tendre vers 2% ces prochains mois mais il n'y a pas d'inquiétude. Dans la même logique, le gouvernement chinois anticipe 3% sur l'année et le taux d'inflation aux Etats-Unis, de 1.4% en janvier va fatalement croître au fil des mois de reprise économique.

Quelques chiffres reflètent les hausses récentes : depuis un an, le prix du blé est en hausse de 25% et celui du soja de 40%. A ces hausses, trois raisons. La Chine reconstitue ses stocks, la récolte sud-américaine est pénalisée par la sécheresse et la Russie, premier producteur mondial de céréales, freine ses exportations. Pour mémoire, fin octobre, dans nos Perspectives économiques et boursières de novembre, nous avons recommandé l'achat du soja, bien avant son niveau actuel.

Les prix du cuivre +60 % sur un an, des métaux et de l'acier, +100% en six mois, ont beaucoup augmenté car la Chine, premier pays à enregistrer une reprise économique, représente quelque 50% de la demande mondiale et car le cuivre est très utilisé dans les voitures électriques. Notre recommandation d'achat date de la même publication.

Le cours du brut, \$67/b pour le Brent, multiplié par 3 depuis le début avril 2020, a dépassé son niveau de la veille de la crise. Une explication simple : une reprise de la consommation, une offre toujours réduite de 7 millions de b/j par l'Arabie Saoudite et les autres membres de l'OPEP+. Telle était notre anticipation et, depuis la fin du printemps 2020, nous avons recommandé l'achat du pétrole.

Enfin, le coût du transport par bateau de l'Asie vers l'Europe a été multiplié par près de 5 par rapport à juin 2020 car il y a pénurie de containers et augmentation subite du trafic mondial de marchandises.

A terme, on ne peut ignorer les germes d'une inflation structurelle : d'éventuelles relocalisations forcées, des normes sanitaires plus strictes, des revalorisations de salaires dans certains secteurs, comme l'éducation ou la santé, une augmentation des dépenses de santé logique avec le vieillissement, une multiplication des oligopoles, donc une moindre concurrence sur les prix. Ajoutons, la volonté de Biden, pour l'heure contrariée, de porter le salaire horaire minimal à \$15 et la diminution de la population active, observée au Japon, en Chine, en Europe de l'Est car elles pourraient favoriser des hausses des salaires.

Mais tempérons ces inquiétudes car les freins à l'augmentation des salaires observés ces dernières années persistent, qu'il s'agisse de la pression de la mondialisation, de la concurrence des pays émergents ou du déclin des syndicats et, le déclin de la population active au Japon n'a pas suscité d'inflation salariale.

- *L'inquiétude éventuelle*, ce pourrait être une défiance des investisseurs devant l'accumulation des dettes.

Certains analysent l'engouement pour le Bitcoin et les cryptos comme la volonté d'échapper aux devises traditionnelles adossées à des économies endettées, comme un relent ou un surgeon du courant libertarien de défiance à l'encontre des Etats. Mais la capitalisation du Bitcoin, à ce jour, ne dépasse guère \$1000 milliards, une poussière face à quelque \$250 000 milliards de dettes globales, plus de trois

fois le PIB mondial, et l'or, refuge traditionnel contre l'inflation, n'est guère orienté à la hausse.

Si l'on apprécie la demande récente pour la dette italienne à 10 ans ou la dette grecque, l'inquiétude n'est pas là. En dépit d'un ratio d'endettement de 170% pour la première et de 220% pour la seconde, les taux à 10 ans sont respectivement de 0.74% et 0.95%. A fortiori, l'inquiétude n'est pas de mise pour l'Allemagne et la France car les deux pays se sont endettés à taux négatifs en 2020 et ont donc abaissé le coût de leur dette.

Au Japon, la dette publique approche 260% du PIB, le bilan de la Banque centrale est à 135% du PIB, donc la moitié de la dette publique a été rachetée et le taux à 10 ans n'a que brièvement atteint 0.3%. En Europe, la BCE, depuis le printemps, a acquis €800 milliards d'obligations et, d'ici mars 2022, elle ambitionne d'atteindre €1850 milliards.

## 2. *Les attentes sur les taux et les conséquences :*

### - *Les attentes :*

La faiblesse du taux d'investissement devrait persister et constitue un frein à l'inflation et à la hausse des taux longs. Aux Etats-Unis, par exemple, si la croissance de l'investissement privé était, selon le FMI, de 4% l'an entre 1980 et 2000, elle est depuis cette date tombée à 2%.

A cette baisse, trois raisons et un tempérament :

Première raison, le glissement des économies de l'industrie vers le tertiaire, donc la moindre intensité capitaliste.

Ensuite, le vieillissement démographique. Non seulement, le vieillissement de la population freine l'investissement car les ménages sont équipés de biens immobiliers et manufacturiers mais encore, la propension marginale à consommer diminue avec l'âge, le taux d'épargne augmente. C'est le fameux « saving glut », l'excédent d'épargne, souvent mentionné. Le FMI note depuis l'an 2000, une hausse de deux points du taux d'épargne de 24% à 26% du PIB.

Enfin, troisième cause possible de la faiblesse du taux d'investissement, celle suggérée avec pertinence par **Jacques de Larosière**, ancien Directeur général du FMI. Imprégné de la théorie de **Keynes** sur « la trappe à liquidités », il analyse la baisse du taux d'investissement dans le monde comme la conséquence des taux d'intérêt zéro. L'épargnant déplace ses actifs vers des placements non risqués essentiellement les comptes en banque car la rémunération du risque est nulle.

Le frein à cette baisse du taux d'investissement, c'est la transition énergétique, c'est-à-dire d'une part une destruction de capital, l'abandon, la dépréciation de certains gisements pétroliers, de centrales à charbon, d'autre part, des investissements massifs dans le renouvelable, absorbant de l'épargne. C'est tout l'objet du plan infrastructures envisagé par Biden et cela pourrait tendre la courbe des taux.

### - *Les conséquences :* le service de la dette et l'évolution de l'impôt.

Le stock de dettes publiques/PIB et son aggravation ne peut être négligé mais apparaît secondaire par rapport au coût.

En Europe, depuis le 1<sup>er</sup> janvier, la hausse des taux longs est de 30 points de base, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, elle est du double. Telle est la dérive mais point de tourment.

Les Etats affichent un coût moyen de leur dette faible, inférieur à la croissance potentielle et à même de

permettre un désendettement. Tel est l'essentiel, un coût du service de la dette inférieur à la croissance.

Le renchérissement du service de la dette, si les taux continuaient à augmenter, n'interviendrait que très progressivement car les Etats ont profité de l'aubaine des taux négatifs pour allonger leur dette. La dette britannique a ainsi une durée moyenne de 15 ans et la dette française de 8 ans.

La hausse des impôts ne sera pas décidée avant une consolidation de la reprise : en Grande Bretagne, l'impôt sur les sociétés va augmenter de 19 à 25%, mais seulement à partir de 2023 et l'augmentation de l'imposition des ménages résultera de l'absence d'ajustement des tranches de l'impôt à l'inflation. Aux Etats-Unis, la majoration de l'impôt sur les sociétés à 28% figure dans le programme de Biden. A l'échelon européen, une taxe carbone et une taxe plastique contribueront au financement du plan de €750 milliards mais elles ne sont pas encore effectives. Au niveau international, Biden est favorable à une révision du mode de taxation des GAFAM et des multinationales mais cela va encore prendre du temps et, dans l'intervalle, d'autres annonces sont à attendre.

**Conclusion :** « *Les amis de la vérité sont ceux qui la cherchent et non ceux qui se vantent de l'avoir trouvée* » Condorcet.

Aujourd'hui, nous sommes sur six points de bascule :

- *Sous l'angle boursier*, comme nous l'avons recommandé, l'appréciation des valeurs cycliques, des valeurs de matières premières, des valeurs financières, toutes longtemps délaissées, a été substantielle ces derniers mois. Les valeurs de croissance, longtemps privilégiées, ont fait l'objet de prises de bénéfices mais cela devrait être temporaire car les fondamentaux restent porteurs. De même, les pays émergents, spécialement s'ils sont importateurs nets de matières premières ou s'ils sont endettés, sont sensibles à la hausse des prix et des taux, mais les premiers, principalement asiatiques, compensent grâce à des exportations dynamiques de composants électroniques.

La Bourse fonctionnant par anticipations, la récession n'a pas empêché ces derniers mois la hausse des marchés. Aujourd'hui les prémisses de la reprise tendent les taux et les marchés subissent une correction mais l'inquiétude liée à la hausse des taux longs cédera devant le redressement des bénéfiques.

- *Sous l'angle économique*, l'écart entre le PIB actuel aux Etats-Unis et le PIB potentiel s'il n'y avait pas eu de crise, 2.5 points, devrait être rapidement comblé mais en Europe, à 5.5 points, il faudra attendre quelques trimestres de plus. Partout, l'ampleur du chômage à résorber constitue un frein à l'inflation salariale.

- *Sous l'angle monétaire*, la mise en œuvre de la TMM, théorie monétaire moderne, a permis de financer de nombreuses dépenses et va sortir les économies de l'ornière de la récession. Mais, les injections monétaires pourraient être réduites fin 2021 et les hausses de taux, être amorcées fin 2022. Reste à savoir si, à l'instar de la Banque du Japon depuis quelques années, la BCE et la FED décideront ou non de geler le taux à dix ans à 0 pour couper court aux tensions actuelles et préserver un bas coût de financement pour les Etats.

- *Sous l'angle financier*, dire qu'un pays se porterait mieux avec une dette plus basse est une tautologie mais baisser la dette en période de crise serait une hérésie et donc, les majorations d'impôts ne sont pas imminentes. Les entreprises pourraient être plus mises à contribution que les ménages, un juste retour des choses après un mouvement inverse ces deux dernières décennies. Rappelons, qu'au sein de l'OCDE, le taux d'impôt sur les sociétés est passé d'une moyenne de 42% dans les années 90 à 27% récemment.

- *Sous l'angle des devises*, les tensions sur les taux profitent au \$ et pénalisent le Franc Suisse et le Yen car le différentiel de taux s'accroît mais cela est temporaire. Une reprise plus rapide aux Etats-Unis qu'ailleurs, c'est un déficit commercial américain aggravé et une dépréciation du \$.

- *Sous l'angle patrimonial*, les injections de liquidités comme les taux négatifs favorisent l'appréciation de la Bourse et accroissent les inégalités puisque 10% des américains détiennent 85% des actions. La hausse de l'épargne des ménages, analysée dans le monde entier, profite avant tout aux catégories les plus aisées et, beaucoup de défavorisés ont souffert des pertes d'emplois et de revenus. La remontée des taux hypothécaires à 30 ans pénalisera davantage les classes moyennes dans leur effort d'accès à la propriété ou leur volonté de refinancements. Apportons néanmoins une nuance car à 3.02% aujourd'hui, le taux de refinancement à 30 ans est loin des 3.7% de janvier 2020.

Genève, le 8 mars 2021

*Bruno Desgardins*



**Bruno Desgardins**  
CIO  
Switzerland

**SingAlliance (Switzerland) SA**  
16bis rue de Lausanne  
1201 Genève  
Switzerland  
T: +41 22 518 85 85  
E: [info.switzerland@sing-alliance.com](mailto:info.switzerland@sing-alliance.com)



**SingAlliance Pte Ltd**  
20 McCallum Street  
#18-01 Tokio Marine Centre  
Singapore 069046  
T: +65 6303 5050  
E: [info@sing-alliance.com](mailto:info@sing-alliance.com)

**SingAlliance (Hong Kong) Ltd**  
1205, 12/F Bank of America Tower  
12 Harcourt Road, Central  
Hong Kong  
T: +852 3611 7790  
E: [info.hongkong@sing-alliance.com](mailto:info.hongkong@sing-alliance.com)

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.