

Lettre n°64

Faut-il redouter la hausse des taux ?

« À force de ne pas vouloir savoir, on en arrive à ne plus pouvoir savoir »
Simone Weil.

Les gouvernements et les banques centrales n'ont pas voulu ou pas su reconnaître l'inflation mais aujourd'hui ils ne savent comment maîtriser l'inflation sans risquer une récession durable et ce mot de la philosophe *Simone Weil* résume bien la situation.

- Entre 2010 et 2019, le taux d'inflation moyen n'a été que de 0.9%/an en Europe, fut inférieur au Japon et un peu supérieur aux États-Unis. Les injections de liquidités avaient beau être très importantes et les taux des grandes banques centrales être proches de zéro aux États-Unis et en Grande-Bretagne, négatifs en Suisse, en Europe, au Japon, rien ne semblait menacer d'une reprise de l'inflation.
- Aujourd'hui, les taux d'inflation dans beaucoup de grands pays, à l'exception du Japon (2.6% en juillet) et de la Suisse (3.5% en août), côtoient les 10% car, depuis 2019, il y a eu la crise de la Covid, l'invasion de l'Ukraine, des chocs d'offre et de demande, des substantielles mesures de soutien de la demande (10% du PIB par exemple aux États-Unis avec le cumul des mesures Trump puis Biden), des ruptures dans les chaînes d'approvisionnement provoquées par une reprise brutale de la consommation, un déversement de l'épargne accumulée pendant le confinement.
- Tardivement, mais avec détermination, les banques centrales augmentent les taux et la Banque mondiale, dans son dernier rapport, alerte sur les risques d'une récession mondiale occasionnée par les hausses de taux.
- La hausse des taux s'impose car comme on le rappellera dans la première partie, l'inflation ne présente peut-être pas simplement des causes conjoncturelles. On observe en effet une tendance à la diminution de la population active et des pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs. Mais, dans une deuxième partie, on montrera que la hausse des taux restera nécessairement modérée et que la lucidité commande de suivre les taux réels. A -7% voire -8%, jamais ils n'ont été, en Europe ou aux États-Unis, si négatifs alors qu'avant la crise de la Covid ils étaient à -1%.

La hausse des taux s'impose :

- Les effets mitigés des taux bas :

A la faiblesse des taux observée ces dernières années on trouve trois causes fondamentales : d'une part, l'excédent d'épargne des pays exportateurs de pétrole, de la Chine et de l'Allemagne, ensuite, la moindre intensité capitaliste de nos sociétés post-industrielles, enfin, le vieillissement de la population et donc la moindre propension à consommer.

L'incidence de ces taux bas diffère selon que l'on considère la dette publique et l'investissement privé.

Indubitablement, les taux bas sont une aubaine pour les États. Aux États-Unis, par exemple, le service de la dette du gouvernement fédéral, 2% du PIB en 2020, est pratiquement inchangé par rapport à 2000 alors qu'à l'époque, le ratio dette sur PIB n'était même pas à la moitié du pourcentage actuel.

Cependant, si les taux n'ont jamais été aussi bas que dans la dernière décennie, jamais le taux d'investissement n'a été aussi faible. La baisse du taux d'investissement s'explique en partie par le glissement de sociétés

industrielles vers des sociétés de services présentant une moindre intensité capitaliste. Mais, la baisse du taux d'investissement a également une autre cause, bien analysée par *Jacques de la Rosière*, l'idée que la faible rémunération du capital et de la prise de risque décourage l'investissement et pousse l'épargne dans des placements financiers. Ajoutons la survie d'entreprises peu compétitives rendue possible par ces taux bas, donc des surcapacités, des freins à l'investissement.

En deux mots, entre incitation au laxisme budgétaire et potentiel frein à l'investissement, les taux bas n'ont pas que des avantages et il faut les remonter.

- *L'inflation est sous-estimée :*

On connaît le mot d'*Alfred Sauvy* à propos des moyens de lutter contre l'inflation « *Le gouvernement a le choix entre casser le thermomètre, en fausser la graduation, mettre de la glace autour, supprimer la publication des résultats, prendre des mesures pour baisser les prix, annoncer la réalité...les deux dernières étant désagréables, c'est aux autres que le gouvernement a plus volontiers recours* ».

Aujourd'hui l'inflation est sous-estimée car, les États européens en dépensant en moyenne 2% de leur PIB pour protéger le pouvoir d'achat (Allemagne 2.5%, France 2%) par la fixation de prix plafonds sur les prix de l'énergie ou des mesures équivalentes, outre le fait qu'ils réduisent les incitations à économiser l'énergie, minorent l'inflation.

- *L'inflation est redoutée :*

Les banques centrales et les États toléreront-ils l'inflation ? La réponse est négative car dans des pays vieillissants, avec un poids démesuré d'électeurs âgés, on diagnostique une faible tolérance pour une inflation susceptible d'éroder les retraites et d'affecter les portefeuilles obligataires des fonds de pension.

- *Les banques centrales jouent leur crédibilité :*

A court terme, l'action sur les taux est l'arme essentielle des banques centrales. En remontant les taux, elles se donnent la flexibilité de pouvoir les rebaisser en cas de récession. En remontant les taux, elles entendent s'employer à conjurer le risque d'une spirale prix-salaires. En remontant les taux, probablement jusqu'à 4-4,5% aux États-Unis pour la FED et à 2% d'ici la fin de l'année dans la zone Euro, avant de poursuivre en 2023, elles entendent conjurer la récente dérive inflationniste.

A plus long terme, les banques centrales doivent anticiper les hypothèses d'un tarissement de l'excédent d'épargne, d'une remontée structurelle des taux et d'une inflation plus élevée qu'avant 2019. Trois raisons à cela : le surplus d'épargne enregistré par les pays du golfe Persique, \$1300 milliards selon le FMI, baissera car la transition énergétique devrait réduire la demande d'énergies fossiles. Ensuite, le taux d'épargne de la Chine, proche de 40% du PIB, sera amoindri si la Chine réussit (enfin) sa transition vers une société de consommation. Enfin, les banques centrales doivent s'interroger sur les conséquences d'un déclin de la population active dans le monde. Après, trente années de stagnation des salaires dans beaucoup de pays, des hausses sont enregistrées et certains redoutent l'amorce d'une nouvelle spirale salaires-prix préjudiciable à l'inflation. Elles doivent être vigilantes car les hausses de salaires s'amplifient, exemple au Royaume-Uni à 5.5% sur un an pour une hausse des prix de 9.9%, aux États-Unis à 5.2% pour une hausse des prix de 8.3% et une inflation « core », hors énergie et prix alimentaires à 7.4%. Pour l'heure, le problème est moins aigu dans la zone Euro avec une hausse des salaires de 2.1% sur un an.

Une réserve par rapport à ce dernier point, l'évolution de la situation au Japon. Curieusement, depuis des années, nonobstant la faiblesse du taux de chômage, nonobstant les objurgations du gouvernement pour inciter les entreprises à accroître les salaires et nonobstant l'abondance de liquidités dans les entreprises, le vieillissement démographique, la diminution de la population active n'ont aucun effet sur les salaires.

Aux États-Unis, la situation est différente car on compte presque deux offres d'emploi pour un chômeur, le taux de démission a atteint un quart de la population employée en 2021, le taux de chômage est historiquement faible. Certes, le marché de l'emploi se tasse, quelques grandes entreprises, exemple Ford, Walmart, ont annoncé des réductions d'effectifs, mais, selon *Larry Summers*, la spirale prix-salaires ne sera pas cassée avant une remontée du taux de chômage à 5%. On en est loin. En août, il y a eu 315 000 nouveaux emplois après

526 000 le mois précédent et si le taux de chômage est passé de 3.5% à 3.7%, on avait encore enregistré une hausse des offres d'emplois en juillet à 11.2 millions contre 11 millions en juin.

- ***La hausse des taux va fragiliser certains secteurs mais s'il y a récession, elle sera modérée :***

Première conséquence de la hausse des taux, une fragilisation du secteur immobilier. Aux États-Unis, le taux des hypothèques à 30 ans est passé à 6.02% et le secteur y est d'autant plus fragile qu'en trois ans la hausse des prix a été de 46%, soit 26% en net de l'inflation. Cela explique la baisse des transactions immobilières depuis 6 mois et celle des volumes d'hypothèques, \$4400 milliards en 2021, probablement la moitié cette année.

La consommation résiste, favorisée par la hausse de la confiance des ménages en août, l'accroissement des revenus de 0.2% sur un mois en juillet, l'abondance de l'épargne des 40% les plus riches qui réalisent 60% de la consommation, la perspective de mesures gouvernementales pour réduire la dette des étudiants.

La hausse des taux restera nécessairement modérée : 4 raisons.

- ***La hausse des taux n'est qu'une réponse partielle à l'inflation :***

De même que les injections massives de liquidités, depuis 2008, n'ont pas permis à l'inflation d'atteindre l'objectif de 2%, aujourd'hui, la remontée des taux ne suffira pas à ramener l'inflation de 9% à 2% car l'inflation n'est pas un phénomène purement monétaire.

Bonne nouvelle, une des causes majeures de l'inflation n'est pas l'excès de la demande corrigible par la hausse des taux mais des pénuries d'offre, en voie de résolution. Or, les coûts de transport ont commencé à baisser de plus de 50% depuis le pic de 2021 car les échanges ont repris, les prix du pétrole et de plusieurs métaux ont également rebaisé au niveau d'avant conflit. Début 2021, 10% des dépenses étaient consacrées à l'énergie, aujourd'hui 20% mais nul n'envisage une poursuite durable du mouvement car la hausse des prix freine la demande et stimule la production.

- ***La contrainte de la dette publique :***

La dette publique mondiale représentait 115% du PIB mondial en 2021 soit plus de \$100 000 milliards face à un PIB mondial de \$88 000 milliards. Dans beaucoup de pays, la dette publique a augmenté rapidement depuis la crise financière de 2008. Aux États-Unis, la dette fédérale était déjà passée de 64% du PIB début 2008 à 84% fin 2009 et, depuis lors, elle a substantiellement dépassé les 100% du PIB.

L'exemple le plus emblématique de cette contrainte de dette publique est bien sûr le Japon, avec une dette à 260% du PIB et une Banque centrale détentrice de près de 50% de la dette avec un bilan à 1.3x le PIB contre 65% pour la BCE et 35% pour la FED mi 2022.

Si l'inflation permet une diminution du ratio d'endettement d'un pays, puisque le stock de dettes est dilué par la croissance nominale du PIB, s'il y a augmentation mécanique de certaines recettes fiscales comme la TVA, il y a néanmoins renchérissement du service de la dette sur les nouvelles dettes, amputation du pouvoir d'achat, donc de la consommation et de la croissance.

- ***Les besoins de dépenses publiques :***

Conséquence de l'augmentation des inégalités et du scepticisme sur l'économie de ruissellement, les États, même dans des pays libéraux, sont plus interventionnistes et accroissent leurs dépenses, dans la santé, l'éducation, les infrastructures, le changement climatique.

Dans les pays anglosaxons, si les services publics ont été longtemps sacrifiés, une partie des infrastructures publiques, faute d'investissements, s'est détériorée. Joe Biden a lancé un vaste plan de dépenses et d'investissements et, un peu avant, Boris Johnson avait promis un plan d'infrastructure de 600 milliards de livres sterling partiellement financé par l'État.

Autant, une émission de dettes pour financer de tels projets est une solution car la rentabilité est différée, autant, une émission de dettes pour financer des programmes sociaux, même si elle s'explique par de moindres

recettes dans des temps difficiles est un fardeau pour le futur. Or, depuis deux à trois années, les mesures sont multipliées.

- ***L'impératif de la transition énergétique :***

Si le coût de la transition énergétique à la charge des États est évalué à 2% du PIB chaque année, reste à le financer. Surcroît de dette ou canalisation de l'épargne, cela sera sans doute les deux mais cet investissement supplémentaire devrait pousser les taux à la hausse.

Conclusion :

- ***Sous l'angle de l'endettement***, l'annulation des dettes étant impossible car elle provoquerait une fuite devant la monnaie et une perte de confiance des épargnants, les États vont continuer à vivre avec une dette élevée, voire l'aggraver et les objectifs affichés de l'abaisser à 60% semblent illusoire.
- ***Sous l'angle des taux***, la hausse inquiète les marchés mais on est loin de l'orthodoxie d'un **Paul Volcker** qui, au début des années 80 n'avait pas hésité à pousser les taux à 20% pour résorber une inflation à 14%. Aujourd'hui, les taux directeurs sont à 2,5% aux États-Unis, 1.75% en Grande-Bretagne, 0.75% en Europe. Gageons que nombre de banques centrales vont oublier leur objectif d'une inflation à 2% et tolérer une inflation temporairement à 3 ou 4%.
- ***Sous l'angle de la lutte contre l'inflation***, indépendamment des politiques de hausses de taux, il existe d'autres moyens d'amoinrir les pressions inflationnistes. Contrairement aux affirmations de **Milton Friedman**, l'inflation n'est pas simplement un phénomène monétaire. La hausse des prix de l'énergie, celle des coûts du fret en 2021, celle des semiconducteurs, également en 2021, ont résulté avant tout d'un déséquilibre momentané entre l'offre et la demande. La réponse à ces hausses a été en partie une augmentation des investissements et ceux, massifs, réalisés dans les semiconducteurs augurent d'un retournement du marché. On sera donc prudent à l'égard de ces valeurs en Bourse. Les investissements pour améliorer les infrastructures, donc la productivité, la lutte contre les oligopoles sont également des moyens de faire baisser les prix, exemple « l'Inflation Reduction Act », récemment adopté aux États-Unis, avec comme finalité de s'attaquer aux prix élevés des médicaments et de redonner du pouvoir d'achat aux ménages. On pourrait également mentionner le progrès technologique car il permet souvent de faire baisser les prix.

Resteront trois pressions inflationnistes plus structurelles : d'une part, le vieillissement de la population donc un infléchissement du ratio producteurs/consommateurs, la raréfaction de la main-d'œuvre pas toujours compensée par la robotisation donc potentiellement un renchérissement des coûts salariaux ; d'autre part, le coût de la transition énergétique donc de dépréciations d'actifs dans les énergies fossiles et d'investissements coûteux dans les énergies renouvelables ; enfin, les tensions sur l'offre pour des métaux comme le cuivre ou le lithium très sollicités par les nouvelles énergies.

- ***Sous l'angle budgétaire***, aux États-Unis, la rapide contraction du déficit budgétaire, de 13.5% du PIB en 2021, à 5% en 2022, vient en appui de la FED dans sa lutte contre une inflation par la demande. En Europe, l'effort budgétaire, environ 2 à 2,5% du PIB, vient en aide aux ménages et aux entreprises pour amortir le choc de la hausse des prix de l'énergie.
- ***Sous l'angle des marchés financiers***, les injections de liquidités par les banques centrales avaient occasionné l'apparition de diverses bulles, dans l'immobilier, le private equity, les SPAC, les crypto devises, des primes très faibles sur les obligations à risque. Aujourd'hui le taux de défaut de « junk bonds » sur un marché évalué à \$1500 milliards est de 1%. Il pourrait atteindre 3.2% selon Barclays. Ainsi, l'arrêt des injections, voire la réduction, comme aux États-Unis du bilan de la Banque centrale provoquent ou provoqueront un éclatement de ces bulles et il est important de l'anticiper.

L'or, traditionnelle valeur refuge n'a pas joué son rôle dans la crise récente. De \$2070/once début mars, peu de temps après l'invasion, l'once a rebaisé et est désormais en recul de 20% sur le plus haut d'août 2020 et de 8% sur l'année, signant sa plus mauvaise performance depuis 2015. La hausse des taux et l'appréciation du \$ renchérit l'acquisition d'or.

- **Sous l'angle boursier**, à ce jour, beaucoup d'entreprises profitent de l'inflation, préservent leurs marges car elles sont parvenues à majorer leurs prix et à octroyer des avantages non salariaux (modulation de la semaine de travail) sans accorder des hausses de salaires équivalentes au taux d'inflation. Cela est néanmoins fragile car la demande pourrait se tarir et les revendications sociales s'aviver.

Genève, le 20 septembre 2022

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 9685 9300
E: info.hongkong@sing-alliance.com

**SingAlliance Pte Ltd
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@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.