



## Des taux d'intérêt faibles et un risque d'inflation – comment investir?



Jamais auparavant dans l'histoire moderne, les programmes de soutien économique n'ont été aussi généreusement approuvés par les gouvernements et autant d'argent imprimé par les Banques centrales. La question se pose de savoir comment cette politique fiscale et monétaire extrêmement expansive affectera globalement les taux d'intérêt et l'inflation dans les années à venir et ce que cela signifiera pour les investisseurs.

### Comment les taux d'intérêt vont-ils évoluer?

Nous partons du principe que le niveau actuel des taux d'intérêt à court et à long terme restera très longtemps faible. Pourquoi?

Les mesures de soutien prises par les gouvernements ont fait grimper le niveau d'endettement de nombreux pays pour atteindre des niveaux records. Le Fonds monétaire

international (FMI) estime que d'ici la fin 2020, la dette brute par rapport à la production économique des États-Unis s'élèvera à 141% de son produit intérieur brut (PIB). Fin 2019, ce chiffre se situait à 108% et seulement 61% avant le début de la crise financière de 2008 (graphique *Endettement étatique et prévision*). Pour retrouver des niveaux aussi élevés, il faut remonter à la fin de la Seconde Guerre mondiale, avec 118% d'endettement aux États-Unis. Ce phénomène est mondial, comme le montrent les projections d'endettement du FMI: 166% en Italie (+31%), 125% en France (+27%), 75% en Allemagne (+17%) et 268% au Japon (+30%).

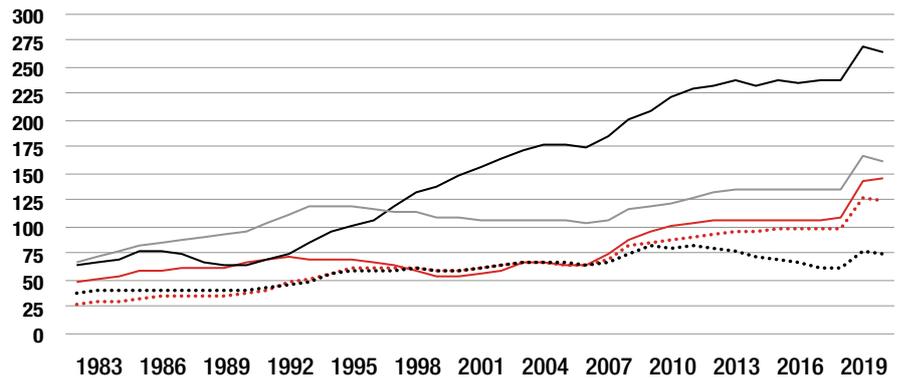
L'augmentation du niveau de la dette ne peut être absorbée par les pays seulement si les coûts liés à celle-ci restent faibles (graphique *Taux étatiques à 10 ans*). Une hausse des taux d'intérêts mettrait immédiatement en cause la viabilité de la dette des États et déclencherait probablement une nouvelle crise financière. Pour éviter une telle crise,

## Endettement étatique et prévision 2020

en % du PIB



Source: FMI, BCVs

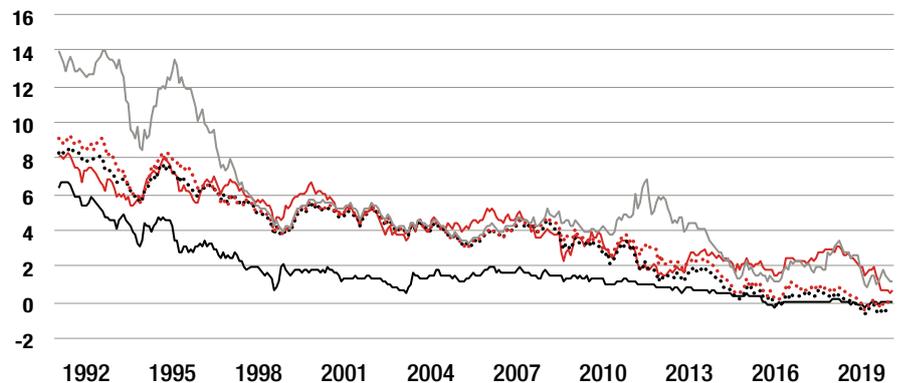


## Taux étatiques à 10 ans

en %



Source: Refintiv, BCVs



les plus grandes et les plus puissantes Banques centrales ont pris diverses mesures pour maintenir les taux d'intérêt très bas. Premièrement, elles ont implicitement communiqué que les taux d'intérêt à court terme resteront bas pendant très longtemps. Ensuite, les Banques centrales ont acheté directement des obligations à moyennes et longues échéances. Cette mesure vise à maintenir les taux à moyen et à long terme également à des niveaux bas. L'ampleur de ces interventions se reflète dans l'augmentation de la masse monétaire nouvellement créée. Ainsi, en quelques mois, la Réserve fédérale américaine a pratiquement créé 3'000 milliards de dollars (14% du PIB) et la Banque centrale européenne 1'800 milliards d'euros (13% du PIB) (graphique *Bilans des Banques centrales*).

## L'inflation augmentera-t-elle?

Au cours des prochains trimestres, l'inflation, qui ne cesse de diminuer dans les pays développés depuis les années 80, restera à un niveau bas (graphique *Inflation aux pays de l'OCDE*). Cependant, les gouvernements et les Banques centrales ont un intérêt accru à avoir des taux d'inflation significativement plus élevés à moyen et long terme. Pourquoi?

Les niveaux d'endettement élevés ont un impact négatif sur les possibilités de développement futur. Une fois la crise du COVID-19 surmontée, les pays auront donc intérêt à ramener à une échelle saine leur niveau d'endettement. La dette peut être réduite de trois façons: une croissance économique durable et une discipline budgétaire (c'est-à-dire utiliser les bénéfices pour rembourser la dette), la restructuration de la dette ou l'inflation. Nous considérons que la dernière option est la plus plausible: la valeur de l'argent baissera avec pour conséquence la réduction des montagnes de dette.

En effet, les Etats qui paraissent très endettés aujourd'hui, le paraîtront beaucoup moins après plusieurs années d'inflation élevée. En raison des prix plus élevés et des recettes plus importantes, la dette nominale, dont le montant ne change pas, pourra être remboursée plus rapidement.

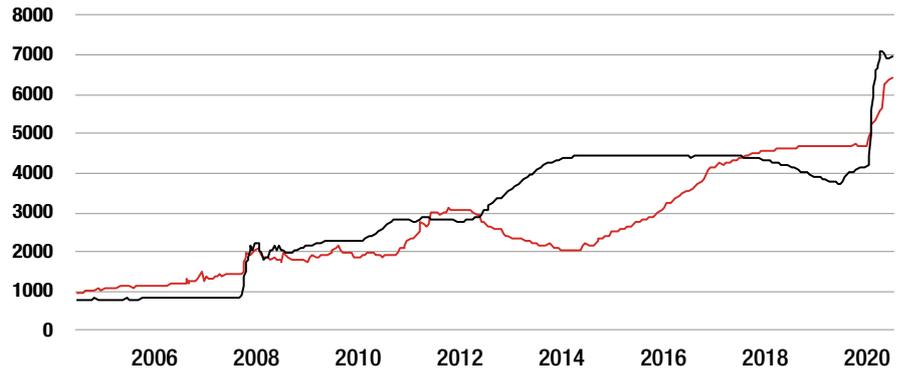
La question est de savoir quand l'inflation arrivera. Nous partons du principe qu'avant la résolution de la crise sanitaire, le niveau de l'inflation restera faible dans le monde entier. À moyen terme, cependant, les facteurs suivants plaident en faveur d'une inflation plus élevée:

- 1) une croissance record de la masse monétaire due à la politique expansionniste des Banques centrales,

## Bilans des Banques centrales en milliards d'EUR/USD

- Banque centrale européenne
- Banque centrale américaine

Source: Refintiv, BCVs

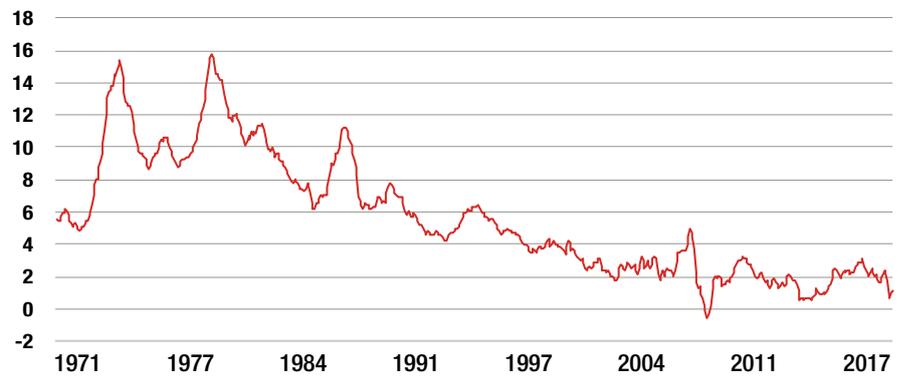


## Inflation aux pays de l'OCDE

changement annuel, en %

- Inflation

Source: Refintiv, BCVs



- 2) des prix plus élevés suite à une augmentation de la relocalisation des systèmes de production (la globalisation),
- 3) des investissements en infrastructures et dans les nouvelles technologies qui pourraient stimuler durablement la demande. La demande des consommateurs s'est déjà fortement redressée depuis le mois de mai. Les ventes au détail dans les pays développés sont maintenant revenus au niveau d'avant la crise,
- 4) les gardiens de l'inflation, c'est-à-dire les Banques centrales, qui ont pour cible un niveau de prix stable, ne considèrent plus cet objectif comme sacro-saint.

Fin août, la Réserve fédérale américaine a ouvert donc un nouveau chapitre dans la politique des taux d'intérêt. Jusqu'alors, la mission de la Banque centrale était de ramener l'inflation à un niveau de 2%. A l'avenir, elle ne visera qu'un objectif d'inflation moyen de 2%. Cela signifie que l'inflation peut facilement dépasser cette fourchette cible à l'avenir.

A contrario, le Japon est souvent mentionné dans les arguments opposés à une forte hausse de l'inflation. Malgré une politique monétaire et fiscale expansive, le niveau de l'inflation reste bas dans ce pays depuis une trentaine d'années.

### Comment les Banques centrales vont-elles agir si l'inflation croît?

Au cours des dernières décennies, les Banques centrales ont stabilisé l'inflation en ajustant leurs taux d'intérêt directeurs. Si l'inflation augmentait, les taux d'intérêt étaient relevés; si elle baissait, les taux d'intérêt suivaient. A l'avenir, si les taux d'inflation devaient croître, comme annoncé par la Fed récemment, les taux d'intérêt directeurs resteraient à leur niveau actuel. Un tel scénario est-il même envisageable?

---

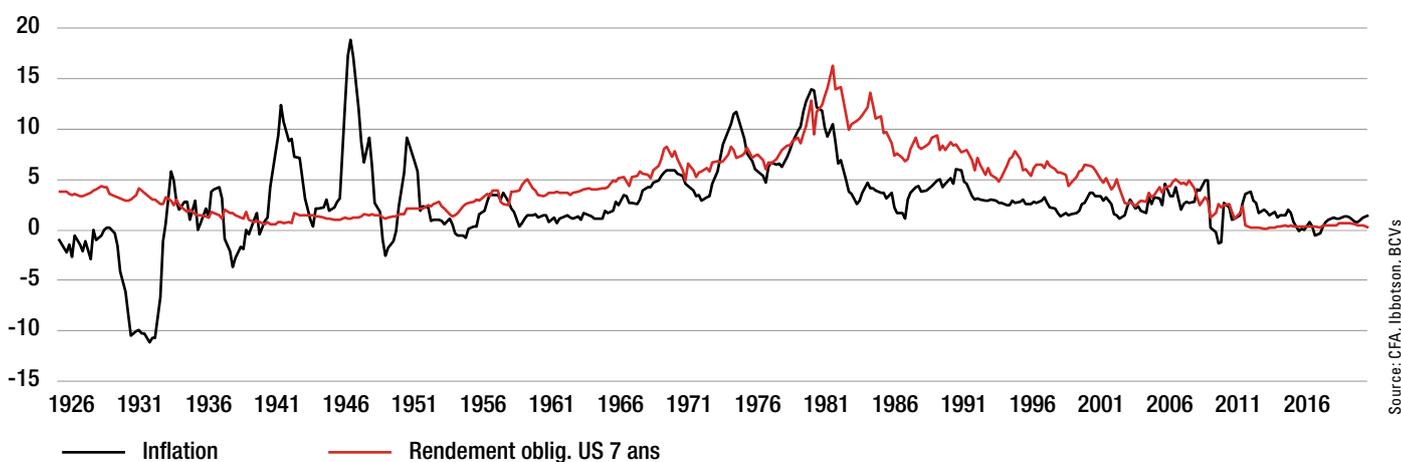
«A l'avenir, si les taux d'inflation devaient croître, comme annoncé par la Fed récemment, les taux d'intérêt directeurs resteraient à leur niveau actuel.»

---

Nous nous référons à la période 1940-1950 aux États-Unis. La période de la Seconde Guerre mondiale et de l'après-guerre a été caractérisée par des taux d'inflation élevés

## Evolution de l'inflation et des taux aux Etats-Unis dès 1926

en %



et très fluctuants. Les coûts de la guerre et les investissements ultérieurs dans la reconstruction ont été financés par l'augmentation de la dette nationale grâce à l'expansion de la masse monétaire par la Banque centrale. Malgré la hausse de l'inflation, les taux d'intérêt sont restés à des niveaux bas (graphique *Evolution de l'inflation et des taux aux États-Unis dès 1926*). À cette époque, la Réserve fédérale américaine contrôlait activement la courbe des taux d'intérêt. En conséquence, la dette publique a été réduite à un niveau plus sain.

### Qu'est-ce que cela signifie pour les investisseurs?

En raison de la persistance de taux d'intérêt bas à court et à long terme, l'environnement d'investissement restera difficile pour les profils conservateurs, indépendamment de l'inflation. Les épargnants devront vivre avec des taux d'intérêt proches de zéro pendant longtemps encore, et dans certains cas même en territoire négatif. En tenant compte d'une inflation plus élevée, les épargnants et les investisseurs en obligations perdront encore davantage. Le montant de l'épargne ne baissera certes pas (pour autant que des taux négatifs ne soient pas appliqués), mais le pouvoir d'achat de celle-ci se verra diminué de l'inflation. Par exemple, durant la

période des années 1940 à 1950, durant lesquelles l'inflation est montée et les taux sont restés bas, 100.- permettaient d'acheter 100 pains à un prix de 1.-/pain. Au début des années 1950, ces mêmes 100.- ne permettaient plus que d'acheter 50 pains. Comme le montre cet exemple, cumulé sur plusieurs années, les effets de l'inflation peuvent être importants sur le pouvoir d'achat de l'épargne.

En résumé, à moyen et long terme, les épargnants et les investisseurs obligataires feront partie des grands perdants. Afin de se préparer au mieux au scénario d'une inflation globale plus élevée, nous recommandons d'utiliser dans le domaine obligataire des titres protégés contre l'inflation:

le coupon ou la valeur nominale est ajusté selon le niveau de l'inflation. Pour se protéger de manière optimale, les investissements en valeur réelle, comme l'immobilier, l'or ou les matières premières constituent également des opportunités d'investissement intéressantes. Enfin, les actions devraient également offrir

une certaine protection contre l'inflation. La hausse générale des prix devrait se traduire par une augmentation des ventes et des bénéfices nominaux. Elle supportera les cours de bourse des sociétés.

Sion, le 5 octobre 2020