Inflation et taux d'intérêt

Par *Jules Stevens*, Senior Portfolio Manager

Jules Stevens
Senior Portfolio Manager
Photo : Cassandre Sturbois

Dans les économies où la politique monétaire est forte, le niveau d'inflation détermine largement le niveau du taux d'intérêt directeur de la banque centrale , c'est-à-dire le taux d'intérêt à court terme. Le taux d'intérêt à long terme est déterminé par les anticipations d'inflation à long terme. Dans le premier cas, il s'agit donc d'un raisonnement mathématique univoque et, dans le second, d'une estimation. Mais le niveau d'inflation à long terme découle évidemment du niveau d'inflation à court terme.

Dans notre dernière édition, nous vous avions expliqué pourquoi une inflation trop élevée est un phénomène désastreux pour le développement durable d'une économie croissante et prospère.

La courbe de rendement américaine montre un niveau de taux d'intérêt à 10 ans de 3,537 % (graphique 1), ce qui correspond à une attente d'inflation à long terme normalisée de +/- 2 %, soit l'objectif de la banque centrale américaine, la Fed. La Fed a maintenant procédé à 9 hausses de taux (à court terme) et la tendance est en train de s'inverser. L'inflation est passée de 9,1 % à 5,0 % (graphique 2).

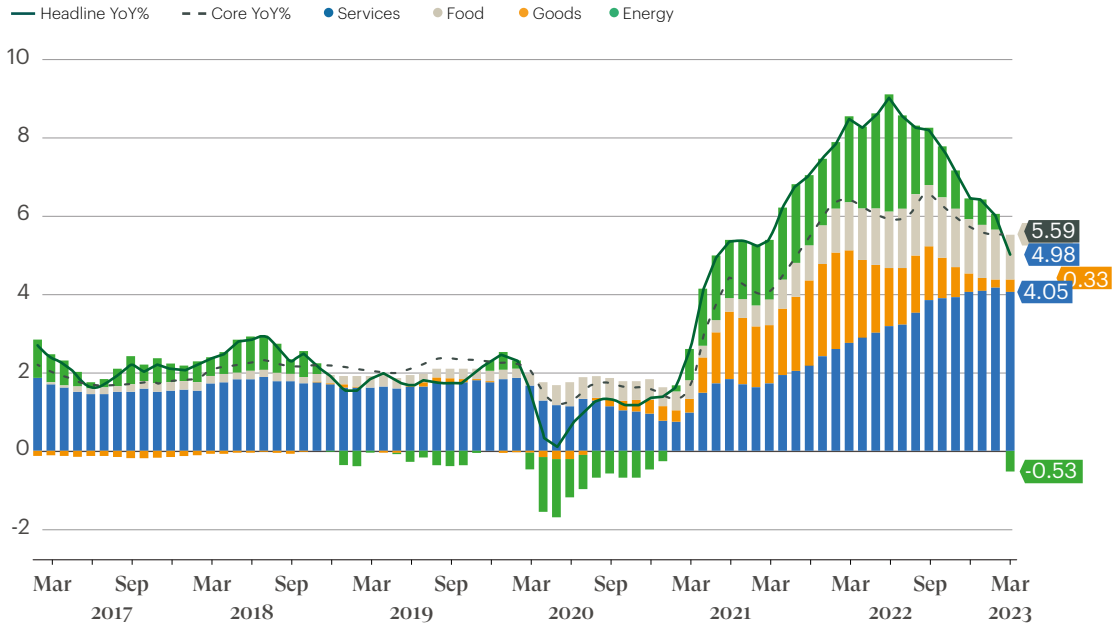
En soi, l'inflation est une chose positive : la demande dépasse l'offre, ce qui entraîne des pénuries et donc des hausses de prix. Divers facteurs de production matériels sont concernés : d'une part, les puces électroniques, les denrées alimentaires, l'énergie, etc. et, d'autre part, le travail, mais aussi le financement. La pénurie des premiers facteurs de production peut généralement être résolue après quelques trimestres par une augmentation de la production et donc de l'offre. Mais il n'en va pas de même pour le second facteur : le travail. La seule façon de refroidir un marché du travail en surchauffe est de réduire la demande ;

La seule façon de refroidir un marché du travail en surchauffe est de réduire la demande

[1] La conjoncture économique est le second facteur déterminant de la politique monétaire.

Graphique 1 : Courbe des taux d'intérêt aux USA
Source : Bloomberg 24/4/2023

Graphique 2 : Inflation USA
Source : Bloomberg 24/4/2023



après tout, il n'est pas possible d'augmenter l'offre sur le marché du travail en quelques trimestres. D'où l'importance du troisième facteur de production : le financement. En augmentant les taux d'intérêt, la banque centrale rend le coût de l'argent plus élevé, ce qui ralentit le cycle économique. Bien entendu, la question qui se pose alors est de savoir de combien ce taux directeur doit être augmenté pour que l'effet désiré se produise, et pas plus.

L'effet recherché est une normalisation de l'inflation à 2 % dans un cycle économique positif ("atterrissage en douceur"). Si cette baisse de l'inflation s'accompagne d'une récession, on parle d'un "atterrissage brutal". Il est possible que l'objectif visé soit également atteint avec une légère récession. **Pour l'instant, les chiffres indiquent toujours un "atterrissage en douceur".**

Crise bancaire aux USA : BTFP et effet restrictif d'une hausse des taux d'intérêt autre que celle des taux d'intérêt.

Le bon fonctionnement du secteur financier est essentiel à la croissance économique. Tant les consommateurs que les entreprises dépendent du crédit, certains plus que d'autres. Les consommateurs principalement pour l'achat de leur maison familiale, les entreprises pour le financement externe de leurs investissements. Les acteurs économiques peuvent également financer ces actifs avec des fonds propres, mais les choses progressent alors beaucoup plus lentement. Si vous devez d'abord épargner 500 000 euros avant de pouvoir acheter votre maison familiale, plus de la moitié de votre vie s'est généralement écoulée et vous avez gaspillé une petite fortune en loyers. Quant aux entreprises, sans les banques, il n'y aurait ni crédit ni commerce international. Nous en serions encore à l'âge de la pierre. Cependant, **chaque banque est une structure à effet de levier**.

Les fonds propres de BNP Paribas s'élèvent à 125 milliards d'euros sur un total de bilan de 2 500 milliards d'euros, ce qui donne un ratio de solvabilité directe de 5 %, soit un facteur de 20 euros de dettes pour chaque euro de fonds propres. S'il s'avérait que les actifs de BNP Paribas ne valaient ne serait-ce que 5 % de moins que leur valeur comptable, alors les capitaux propres tomberaient à zéro. BNP Paribas détient plus de 1 200 milliards d'euros de dépôts de clients. Ces dépôts sont immédiatement remboursables. Il est donc essentiel pour BNP Paribas de pouvoir continuer à détenir cette masse de fonds d'exploitation pour financer et maintenir ses actifs. Si ces actifs sont également remboursables à court terme, aucun problème ne se pose, mais il y a souvent un "décalage" : les actifs sont généralement investis à moyen ou à long terme.

Photo : ©Noah Berger - Getty

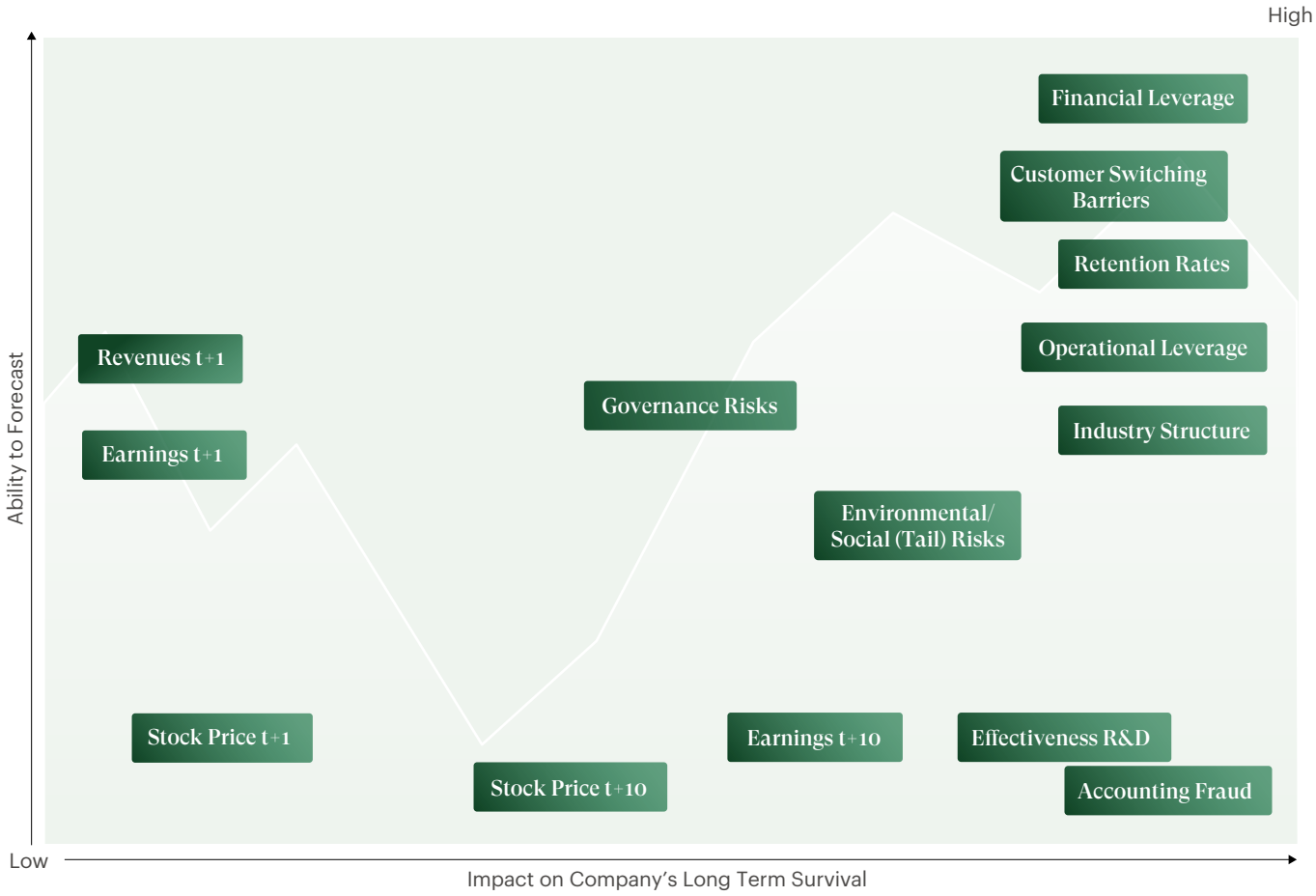
Des politiques plus conservatrices en matière d'actif et de passif dans le secteur bancaire américain conduiront à l'offre de prêts moins généreux, afin d'obtenir l'effet restrictif d'une hausse des taux sans hausse des taux.

Aux États-Unis, la Silicon Valley Bank (SVB) a abusé de ce "décalage" sans disposer de dépôts de clients stables. Elle a réalisé de gros bénéfices à court terme, mais lorsque les clients ont fait appel au remboursement de leurs dépôts plus que d'ordinaire, la SVB s'est vue contrainte de vendre ses investissements en obligations d'État à long terme. En raison de la forte hausse des taux d'intérêt, ces obligations ont alors perdu beaucoup de valeur et la SVB a dû enregistrer une lourde perte. On peut parler de baisses de valeur de l'ordre de 30 %. Comme aucun actionnaire privé ne pouvait alors couvrir cette perte par des capitaux frais – et c'est compréhensible-, l'État a donc repris ce portefeuille d'obligations à sa valeur nominale et a remboursé tous les déposants. La facture pour le secteur financier américain ne manquera pas de suivre : plus de réglementations, plus de contributions des banques pour la garantie des dépôts.

La SVB est le cas le plus extrême : elle a investi jusqu'à 56 % de son passif dans des obligations. Mais de nombreuses autres banques ont fait de même. Elles ont toutes le même problème. Tant que ces dépôts restent stables, la banque peut éviter ce « décalage ». Après la débâcle en mars 2023 de SVB, de Signature Bank, de First Republic Bank, de Silvergate Bank et du Crédit Suisse, la tempête s'est enfin calmée. La Fed a agi correctement et rapidement en mettant en place **le Bank Term Funding Program** (BTFP) : ce dernier permet aux banques de mettre en gage leur portefeuille d'obligations d'État américaines à leur valeur nominale auprès de la Fed (plutôt qu'à leur valeur de marché qui est bien inférieure), et ce, en échange de liquidités immédiates. Cela permet de relâcher la pression.

Dans le même temps, des politiques plus conservatrices en matière d'actif et de passif dans le secteur bancaire américain conduiront à l'offre de prêts moins généreux, afin d'obtenir l'effet restrictif d'une hausse des taux sans hausse des taux.

Graphique 3 : Impact on Company's Long Term Survival
Source : Hidden Monopolies



Processus d'investissement de SDM :
"On dit ce qu'on fait – On fait ce qu'on dit."

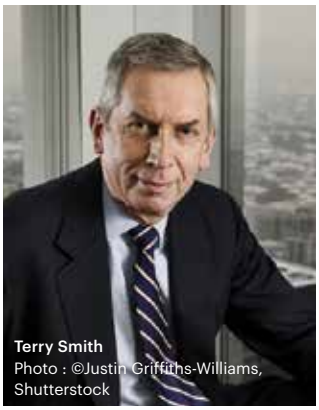
Le processus d'investissement de SDM a aussi été expliqué dans les éditions précédentes du Point. En résumé, il s'agit d'investir dans des entreprises qui (1) participent à une tendance de croissance supérieure à la moyenne et qui (2) disposent d'un avantage concurrentiel.

Nous consacrons relativement plus de temps à l'analyse de ces deux facteurs qu'à la partie quantitative détaillée dans laquelle nous analysons les résultats trimestriels. Cette dernière est également importante pour permettre d'apprécier correctement les premiers facteurs. Après tout, toute perte d'avantage concurrentiel commence par un premier mauvais résultat trimestriel, puis un deuxième et ainsi de suite.

Mais sur le long terme, c'est la première partie de l'analyse, plus qualitative, qui prévaut. Nous partageons cette idée avec Hidden Monopolies, qui la présente de manière pertinente dans le graphique 3.

Bien que nous ne soyons que modérément capables de prédire l'évolution des ventes et du bénéfice net à court terme, les entreprises, quant à elles, y accordent une attention excessive dans leurs rapports trimestriels. En outre, leur impact sur le succès à long terme de l'entreprise est faible. Il s'agit donc d'un exercice plutôt futile.

L'impact du taux d'endettement, de l'avantage concurrentiel et de la productivité organisationnelle est beaucoup plus important. Et ces facteurs sont également assez prévisibles. Chez SDM, c'est donc sur ces facteurs que nous nous concentrons. Comme le dit Terry Smith : "Il y a deux sortes d'investisseurs : ceux qui ne prévoient pas le court terme et ceux qui ne savent pas qu'ils ne peuvent pas prévoir le court terme". SDM appartient à la première catégorie. "On dit ce qu'on fait, et on fait ce qu'on dit" et nous nous concentrons donc sur ce qui est pertinent et sur ce que nous pouvons prédire avec une certaine fiabilité. •


Terry Smith
Photo : ©Justin Griffiths-Williams, Shutterstock

There are two kinds of investors: Those who do not predict the short term and those who don't know they cannot predict the short term"
— Terry Smith

SECURITIES
DE MUNTER

LUXEMBOURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1
Fax (+352) 26440143

BELGIQUE
142, Avenue Franklin Roosevelt
B-1050 Bruxelles
Tel (+32) 2 230 32 27
Fax (+32) 2 646 69 31

TVA LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2023 Securities De Munter.
All rights reserved.

Disclaimer. Ce document est une publication de la société Securities De Munter, société réglementée par la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) au Grand- Duché de Luxembourg. Cette publication ne peut être considérée comme une proposition d'investissement. Il s'agit d'un document informatif n'engageant en aucun cas la société. La société Securities De Munter ne garantit pas que les instruments financiers utilisés dans ce document vous correspondent. Toutes transactions financières réalisées par vos soins tenant compte des informations financières délivrées dans cette brochure sont exécutées à votre entière responsabilité. Investir dans certains instruments financiers (comme les actions) peut induire certains risques importants. Avant l'exécution de toute transaction, l'investisseur doit disposer d'un niveau de connaissance et d'expérience nécessaire à la compréhension des risques liés à l'utilisation de certains instruments financiers. Dans certains cas, ces risques peuvent conduire à la diminution temporaire voire la perte de tout ou partie du capital investi. Les collaborateurs de la société Securities De Munter peuvent vous aider dans la diversification des instruments financiers. Les éventuels rendements qui pourraient figurer dans la présente brochure sont établis sur base du passé. Ceux-ci ne constituent, en aucune manière, une garantie pour le futur. Nous ne sommes, également, aucunement en mesure de garantir que les scénarios attendus et les niveaux de risques explicités dans la brochure ne prendront forme dans la réalité. Ceux-ci doivent uniquement être utilisés comme indicateur informatif. L'ensemble des données qualitatives et quantitatives dans cette brochure sont à considérer comme indicateur et sont également susceptibles d'évoluer dans le temps. Les fluctuations des devises peuvent également influencer les résultats et les rendements affichés. Les informations établies dans cette brochure par l'auteur des articles sont éditées à une date précise. Bien que les analyses émanent de sources fiables, nous ne pouvons garantir de manière absolue l'authenticité, le caractère complet et la mise à jour parfaite des données utilisées. La société Securities De Munter ne peut, en aucun cas, être tenue responsable du caractère incorrect ou incomplet des données utilisées dans la présente brochure. Aucun article figurant dans cette brochure ne peut, sans l'autorisation écrite et formelle de la société Securities De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.