

Evolution économique, marchés financiers et rendement jusqu'en 2035

Les caisses de pension doivent faire face à des défis de taille, notamment en raison du faible rendement des placements. L'évaluation de différents scénarios appliqués à l'économie réelle et de leurs conséquences pour l'évolution des marchés financiers ne laisse entrevoir, pour le futur proche également, que des rendements modestes. Les caisses de pension resteront donc sous pression, à long terme, en raison de la faiblesse du produit des capitaux.



Thomas Kübler
Kübler Economics



Martin Eichler
BAK Basel

Contexte, objectifs et méthode

Les caisses de pension suisses doivent faire face aujourd'hui à des défis de taille, et notamment le vieillissement de la population, mais aussi le faible rendement des placements sur les marchés financiers. L'évolution probable de ces marchés revêt une importance cruciale dans le contexte du débat sur la réforme de la prévoyance vieillesse. A long terme – car, dans la prévoyance professionnelle, il faut travailler avec un horizon temporel d'au moins 20 ans –, l'évolution des taux d'intérêt et des rendements est étroitement liée à celle de l'économie réelle.

Dans sa première partie, l'étude présentée ici examine donc en détail les types d'évolution possibles pour l'économie réelle helvétique jusqu'en 2035 environ. Pour tenir dûment compte des particularités du contexte économique, des fortes incertitudes qui règnent sur son évolution future et de la complexité des défis qui se posent à long terme, les auteurs travaillent avec une série de scénarios dont chacun reflète un type d'évolution possible et cohérent. Les scénarios retenus doivent illustrer la majeure partie des options imaginables, tout en étant plausibles et non de nature purement hypothétique. En d'autres termes, leur probabilité de réalisation, fût-elle minime, doit pou-

voir être qualifiée de réaliste et de pertinente pour chaque scénario. Sans recouvrir toutes les évolutions imaginables, ces scénarios donnent une bonne image globale des types d'évolution possibles et vraisemblables du point de vue actuel.

La base quantitative à partir de laquelle ces scénarios d'évolution à long terme ont pu être formés est le macromodèle suisse de BAKBASEL, lui-même entièrement intégré dans un macromodèle de portée mondiale, exploité conjointement par BAKBASEL et Oxford Economics.

La deuxième partie étudie les conséquences de ces scénarios macroéconomiques pour les marchés financiers, en s'intéressant plus particulièrement à leurs effets sur un choix de catégories de placement importantes pour les institutions de prévoyance du 2^e pilier et, finalement, sur trois stratégies de placement (SP) typiques dans le contexte du 2^e pilier. Les rendements de ces catégories ont été estimés ou projetés dans le macromodèle, sauf pour les obligations, dont le rendement a été calculé à l'aide d'un modèle distinct, qui tient compte des particularités de leur évaluation. Après un examen approfondi, les auteurs ont renoncé à projeter les volatilités futures ou même à envisager divers scénarios. L'évaluation des risques des différentes catégories et stratégies de placement repose donc sur des valeurs de volatilité historique.

La période analysée, qui va jusqu'en 2035, peut se diviser grossièrement en trois phases, pertinentes aussi bien pour l'économie réelle que pour l'évolution des placements. A court terme (2014-2017), l'évolution est marquée surtout par des aspects conjoncturels, alors qu'à moyen terme (2018-2025), il s'agit d'esquisser les types d'évolution qui pourraient refermer les failles structurelles encore exis-

Scénarios macroéconomiques de l'évolution conjoncturelle jusqu'en 2035

T1

	Désignation	Croissance dans le contexte international		Différenciation Suisse
		à court ou moyen terme	à long terme	
Scénario 1	Normalisation	Normalisation	Normalisation	
Scénario 2	Evolution démographique en Suisse défavorable à long terme	Normalisation	Normalisation	Evolution démographique défavorable à long terme
Scénario 3	Croissance à court terme supérieure à la moyenne	Supérieure à la moyenne	Normalisation	
Scénario 4	Croissance à court terme supérieure à la moyenne et inflation en Suisse	Supérieure à la moyenne	Normalisation	Inflation à court et à moyen terme
Scénario 5	Zone euro à tendance déflationniste et isolation de la Suisse	Faiblesse de l'économie et bas niveau des prix dans la zone euro	Faiblesse structurelle des pays industrialisés	Isolation de la Suisse à court et à long terme
Scénario 6	Faiblesse de l'économie, prix élevés (tendance stagflationniste)	Faiblesse de l'économie et inflation dans les pays industrialisés	Normalisation	Normalisation à court et à moyen terme aussi

Sources : BAKBASEL/Kübler Economics, OFS, SECO

tantes aujourd'hui. A long terme enfin (2026-2035), ce sont les propriétés structurelles fondamentales qui dominent tant l'économie réelle que les marchés financiers.

Sélection et grandes lignes des scénarios

Les auteurs ont élaboré pour cette étude six scénarios macroéconomiques (voir tableau T1), s'appuyant en outre sur les avis de plusieurs experts pour les sélectionner et les mettre en forme. Ce faisant, ils ont chaque fois étudié diverses possibilités combinant, dans un contexte international, une évolution conjoncturelle à moyen terme et une évolution à long terme. Ces scénarios englobent un scénario caractérisé par une normalisation de la conjoncture, deux scénarios marqués par une faible croissance économique, qui se différencient par l'évolution des prix, et un scénario qui se distingue à court terme par des taux de croissance économique nettement supérieurs à la

moyenne. Ces scénarios font explicitement, au besoin, la différence entre la Suisse et le reste du monde. Cela a permis de former pour la Suisse des hypothèses spécifiques, qui s'écartent du cadre planétaire. Les six scénarios ont été baptisés d'un nom aussi parlant que possible, caractérisés en peu de mots et attribués aux trois phases (2014-2017: court terme; 2018-2025: moyen terme; 2026-2035: long terme).

Le scénario 1, «Normalisation», est jugé le plus vraisemblable. L'économie mondiale se remet lentement mais durablement de la crise des finances, de l'économie et de la dette, et revient à long terme à un type de croissance compatible avec une situation sans crise économique et financière. A moyen comme à long terme, on table sur l'hypothèse qu'une industrie d'exportation suisse compétitive parvient à participer avec succès à un commerce mondial qui continue de prospérer, soutenu de plus en plus par les économies émergentes. L'on suppose aussi que le coût de la mise en œuvre de l'initiative «Contre l'immigration de masse» reste modéré pour

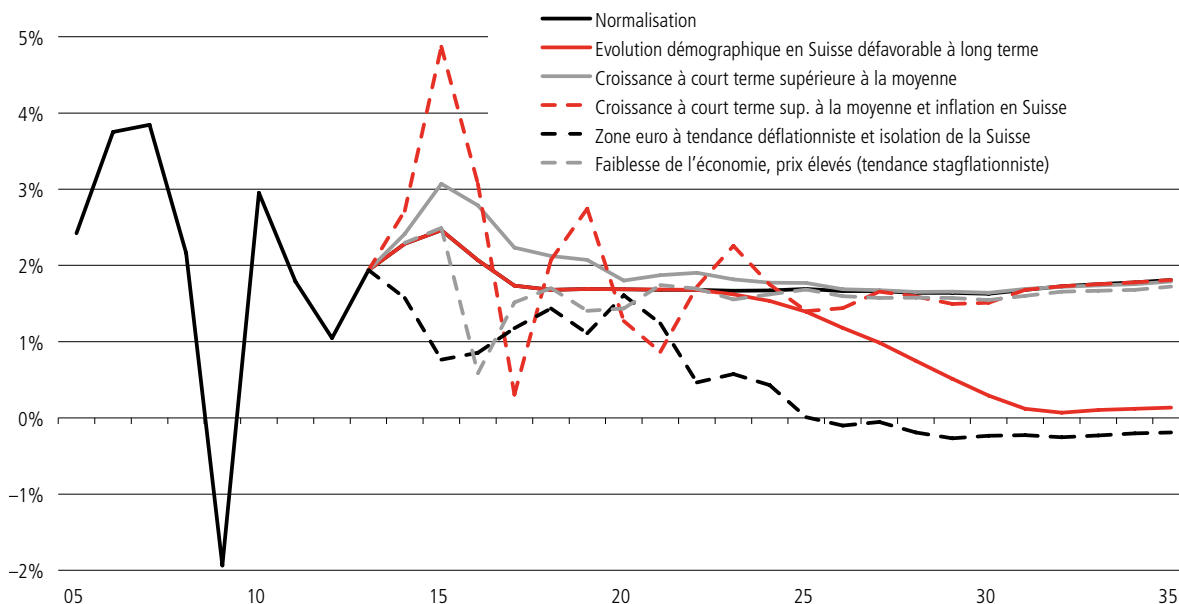
l'économie suisse. L'on fait en outre l'hypothèse que la progression plus faible de l'offre de travail en Suisse ne se traduit pas par une faiblesse équivalente de la progression du PIB réel, mais qu'elle peut être compensée en partie par une hausse plus prononcée de la productivité.

Résultats des scénarios macroéconomiques

Les taux de croissance diffèrent fortement suivant les scénarios pour la période de 2015 à 2020 environ (cf. graphique G1). Dans cet intervalle, les graves failles structurelles auront pu se refermer. La manière dont cela se produira ainsi que les décisions de politique économique prises influenceront considérablement sur la croissance économique durant cette période. Ainsi, le scénario «Croissance à court terme supérieure à la moyenne et inflation en Suisse» se caractérise par de fortes variations, car il prévoit une situation de surchauffe en Suisse en réponse au rétablissement interna-

Croissance du produit intérieur brut en Suisse de 2005 à 2035 dans les six scénarios

G1



Variation annuelle en pour-cent, valeurs réelles aux prix constants de l'année précédente

Sources : BAKBASEL/Kübler Economics, OFS, SECO

tional, qui sera suivi, selon les réactions de la BNS, par des contrecoups importants.

Néanmoins, quatre des six scénarios convergent, après 2020, en un type de croissance presque identique, compris entre 1,5 et 2 % par année. Une fois refermées les failles structurelles, on peut s'attendre en gros à un retour à l'ancien type de croissance. Cela n'est pas particulièrement étonnant, puisqu'il est communément admis que deux paramètres déterminent le potentiel de croissance à long terme des économies nationales : l'évolution démographique et le progrès technologique. La crise économique et financière n'ayant pratiquement pas d'effet à long terme sur ces deux composantes, on peut s'attendre à un retour à la dynamique de croissance qui aurait été possible même sans crise¹. Dans les deux scénarios qui s'écartent de ce schéma, d'autres hypothèses sont faites au sujet de ces deux moteurs essentiels de l'évolution économique à long terme. En particulier, d'autres hypothèses sont appliquées à la dy-

namique démographique. Ce choix, étroitement lié à l'immigration, peut également être interprété comme une mise en œuvre différente (aux effets plus restrictifs) de l'initiative « Contre l'immigration de masse ».

Les conséquences que ces autres hypothèses auront sur le niveau de prospérité que la Suisse peut atteindre sont considérables : à la fin de la période de projection, le niveau de la performance économique nationale varie de quelque 40 %, et la richesse produite par tête, de 15 %. Bien que les variations soient bien plus prononcées au départ, le processus de réduction des failles structurelles exerce à long terme une influence moindre que les moteurs de croissance à long terme : à la fin de la période de projection, le PIB varie de moins de 10 % dans ces scénarios, et le PIB par tête, de 7 % au maximum.

L'étude discute en détail l'évolution des moteurs de croissance à long terme et les réflexions qui la sous-tendent, ainsi que d'autres facteurs qui influencent surtout l'évolution de

l'économie helvétique à moyen et à long terme. Les principales valeurs macroéconomiques qui en résultent sont indiquées dans le tableau T2, par scénario et par période.

Conséquences sur les marchés financiers

Les éléments moteurs qui, dans une perspective à long terme, conditionnent l'évolution des catégories et des stratégies de placement sont deux : l'évolution de l'économie réelle, qui détermine l'évolution des bénéfices des entreprises et, partant, celle des marchés des actions ; et les conditions monétaires générales, autrement dit l'inflation et les taux d'intérêt, qui sont déterminantes pour la dynamique des papiers-valeurs à taux fixe. Ces interactions ne fonctionnent naturellement pas constamment et peuvent, à

¹ Cela ne correspond toutefois pas à un retour à la dynamique antérieure, parce que l'évolution démographique a changé.

Vue d'ensemble des principales valeurs macroéconomiques clés des différents scénarios

T2

	PIB réel			Inflation			Taux d'intérêt à 3 mois			Taux d'intérêt à 10 ans		
	court terme	moyen terme	long terme	court terme	moyen terme	long terme	court terme	moyen terme	long terme	court terme	moyen terme	long terme
	(2014-17)	(2018-25)	(2026-35)	(2014-17)	(2018-25)	(2026-35)	(2014-17)	(2018-25)	(2026-35)	(2014-17)	(2018-25)	(2026-35)
1 Normalisation	2,1	1,7	1,7	1,1	1,5	1,5	0,8	2,5	2,5	2,0	2,9	3,0
2 Démogr.-CH-LT	2,1	1,6	0,4	1,1	1,5	1,5	0,8	2,5	1,3	2,0	2,9	2,5
3 Croissance-CT	2,6	1,9	1,7	1,4	2,0	1,6	1,6	3,4	2,5	2,5	3,4	2,7
4 Croissance-CT +Inflation-CH	2,7	1,8	1,6	2,6	1,9	1,6	2,2	3,4	2,5	3,0	3,4	2,8
5 Déflation-UE +Isolation-CH	1,1	0,9	-0,2	0,1	1,3	1,2	0,0	0,6	0,3	1,5	1,6	2,2
6 Stagflation	1,7	1,6	1,6	1,2	1,7	1,8	1,7	3,6	3,9	3,0	4,4	4,4

Taux de variation en pour-cent par année, niveau moyen des taux d'intérêt en pour-cent

Source: BAKBASEL / Kübler Economics

court terme surtout, s'écarter de l'évolution à long terme en raison de distorsions et de turbulences sur les marchés financiers.

L'univers de placement à étudier a été délimité à partir de la question principale qu'il s'agissait de résoudre, à savoir les conséquences sur le rendement des placements des caisses de pension suisses; il comprend les obligations, Suisse et monde, les actions, Suisse et monde, ainsi que l'immobilier Suisse. Ces catégories de pla-

cement représentent la majeure partie de la fortune administrée par les caisses de pension et sont les principaux moteurs de rendement et de risque. Il existe de nombreuses autres catégories de placement, qui servent surtout à diversifier le risque et ne jouent pas un rôle déterminant dans la méthode choisie, fondamentale et axée sur le long terme.

Le tableau T3 indique les résultats pour le scénario 1 «Normalisa-

tion», par catégorie de placement et par période.

Rendements attendus des différentes stratégies de placement

Sur les vingt ans environ de la période d'évaluation, le niveau des rendements attendus pour une stratégie de placement SP25 (12,5 % d'actions suisses, 12,5 % d'actions étrangères, 40 % d'obligations suisses, 20 % d'obligations étrangères et 15 % d'immobilier en Suisse) peut varier jusqu'à 30 % selon le scénario. Les écarts tiennent, d'une part, à la période d'adaptation à court terme, fortement dissemblable d'un scénario à l'autre, et, d'autre part, à l'effet cumulé de tendances à long terme différant légèrement les unes des autres. (G2)

Pour le court terme, l'évolution des conditions monétaires générales est déterminante dans la stratégie SP25. Une hausse importante des taux d'intérêt, comme dans les trois scénarios «Faiblesse de l'économie, prix élevés (tendance stagflationniste)», «Croissance à court terme supérieure à la moyenne» et «Croissance à court

Perspectives de rendement dans le scénario 1 «Normalisation», par catégorie de placement et par période

T3

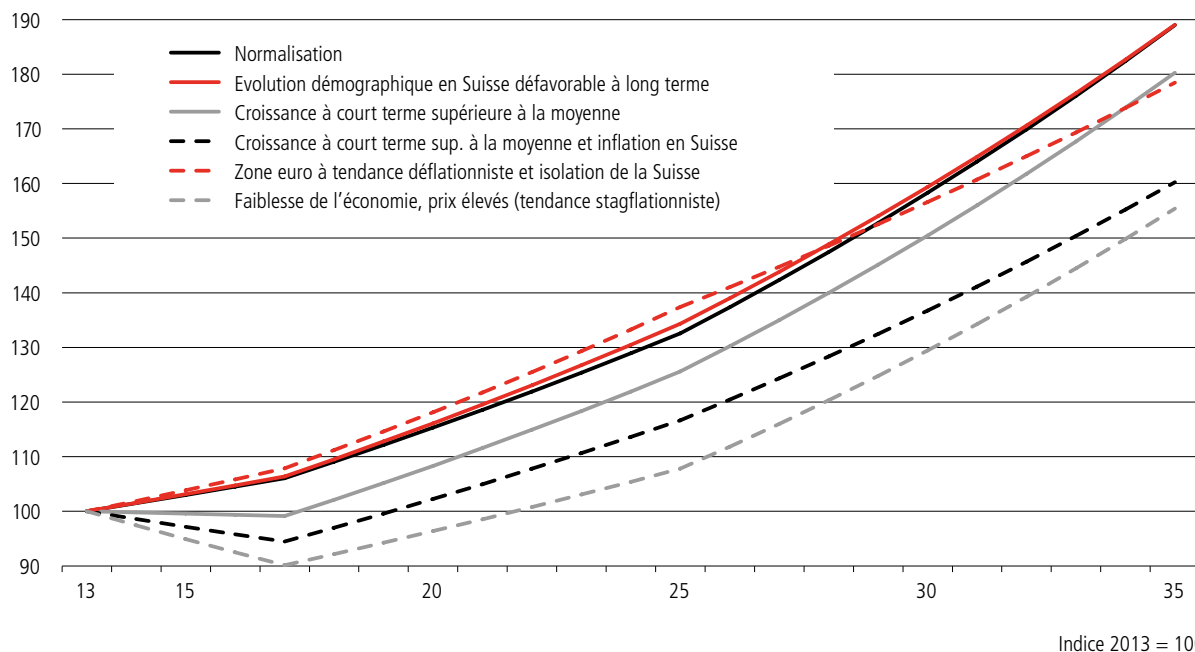
Catégorie de placement	Période		
	Court terme (2014-17)	Moyen terme (2018-25)	Long terme (2026-35)
Obligations Suisse	-1,51	1,00	2,15
Obligations monde	-1,31	2,04	3,63
Actions Suisse	8,18	6,15	5,68
Actions monde	7,20	6,85	7,37
Immobilier Suisse	2,83	2,66	2,60

Performance moyenne, en pour-cent par année

Source: BAKBASEL / Kübler Economics

Rendements attendus pour la stratégie de placement SP25 dans les six scénarios

G2



Source: BAKBASEL / Kübler Economics

terme supérieure à la moyenne et inflation en Suisse», ne peut guère être compensée, même par une bonne performance du marché des actions. Ces trois scénarios doivent aussi prendre en compte l'éventualité d'une évolution négative de l'ensemble du portefeuille durant un certain temps. A long terme également, la perte initiale sur les papiers-valeurs à taux fixe est difficile à compenser, si bien que, dans les deux scénarios prévoyant une inflation forte, il faut six à huit ans pour atteindre à nouveau le niveau initial. Dans ces deux scénarios, la performance est nettement à la traîne, jusqu'à la fin de la période d'évaluation, par rapport à l'évolution des autres scénarios.

Il en va tout autrement des scénarios «Normalisation» et «Evolution démographique défavorable en Suisse», pour lesquels la normalisation de la politique monétaire peut se réaliser petit à petit. Là aussi, la hausse des taux d'intérêt provoque d'abord des pertes pour les placements en obligations, mais celles-ci,

modérées, peuvent être compensées par l'évolution des autres catégories de placement. A long terme, ces deux scénarios sont ceux qui présentent l'évolution la plus favorable. Après une adaptation modérée des taux, ce sont en effet surtout les facteurs de l'économie réelle qui jouent un rôle décisif à long terme. Ceux-ci

restent intacts dans les deux scénarios, du moins à l'échelle planétaire, si bien que les bénéfices des entreprises augmentent, et avec eux le cours des actions. Le scénario «Evolution démographique défavorable en Suisse» n'affiche pas des performances sensiblement plus mauvaises que le scénario «Normalisation». Ce résultat

Rendements attendus pour la stratégie de placement SP25, par période, dans les six scénarios

T4

SP25	Période		
	Court terme (2014-17)	Moyen terme (2018-25)	Long terme (2026-35)
1 Normalisation	1,48	2,83	3,61
2 Démogr.-CH-LT	1,56	2,96	3,47
3 Croissance-CT	-0,22	3,00	3,68
4 Croissance-CT+Inflation-CH	-1,41	2,67	3,22
5 Déflation-UE+Isolation-CH	1,92	3,07	2,65
6 Stagflation	-2,57	2,26	3,73

Source: BAKBASEL / Kübler Economics

Performance moyenne, en pour-cent par année

tat, s'il peut surprendre à première vue, montre que le marché financier suisse ne possède pas une dynamique propre (ou du moins pas entièrement propre), ni en ce qui concerne les actions ni pour les taux d'intérêt sur le marché des capitaux, mais qu'il est pris dans l'évolution à l'échelle planétaire. Si, à court terme, ce sont les conditions monétaires générales et donc, jusqu'à un certain point, les facteurs d'influence nationaux qui jouent un rôle essentiel, le rôle déterminant, à long terme, est joué par les facteurs d'influence de l'économie réelle et par l'évolution mondiale.

Le tableau **T4** rappelle les rendements attendus pour une stratégie de placement SP25 (avec 25 % d'actions). Les estimations sont les suivantes: de 2014 à 2017, il faut s'attendre à des pertes dans trois scénarios sur six. Ces scénarios se distinguent par des tendances inflationnistes entraînant des pertes sur les placements en obligations. A moyen et à long terme, en revanche, les perspectives de rendement sont positives dans tous les scénarios. Toutefois, en comparaison historique, les rendements attendus sont modestes et ne peuvent atténuer la pression que la faiblesse du produit des placements fait peser sur les institutions de prévoyance.

Bilan et conclusions

L'étude présentée ici a montré que, dans les 20 prochaines années, l'évolution de l'économie réelle peut emprunter des chemins très di-

vers. Il n'existe toutefois pas de raisons convaincantes de croire que les failles structurelles qui subsistent encore après la crise économique et financière ne pourront pas se refermer à moyen et à long terme. Mais il est difficile d'estimer exactement de quelle manière et à quelle vitesse cela se produira, d'autant que les décisions qui restent à prendre en matière de politique économique joueront un rôle considérable. L'incertitude demeure aussi, quoique dans une mesure moindre, quant à l'évolution ultérieure des principaux moteurs de croissance, en particulier celle résultant de la mutation démographique, avec toutes les options politiques qui lui sont liées, par exemple la mise en œuvre de l'initiative « Contre l'immigration de masse ». Les six scénarios retenus rendent compte de ce large éventail des possibilités d'évolution et correspondent à l'étendue possible de la dynamique économique future.

A long terme, l'évolution des marchés financiers est étroitement liée à la situation de l'économie réelle. Dans le détail, ce sont surtout l'évolution économique en Suisse et la politique monétaire nationale qui sont déterminantes pour les taux du marché monétaire et pour l'extrémité courte de la courbe des taux. En revanche, la conjoncture internationale influe principalement sur l'évolution du marché des actions et celle des marchés des capitaux, agissant par conséquent sur l'extrémité longue de la courbe des taux. La pentification de cette courbe dépend donc (aussi) des différences dans l'évolution écono-

mique internationale. Le rendement des actions est également déterminé d'abord par l'évolution de la conjoncture internationale, alors que celui des obligations l'est davantage par la politique monétaire nationale et donc par la conjoncture intérieure.

L'analyse des conséquences des divers scénarios d'évolution de l'économie réelle sur les marchés financiers montre qu'à l'avenir, le rendement d'un portefeuille mixte sera inférieur, dans tous les scénarios, à ce qu'il a été par le passé, quelles que soient les conditions macroéconomiques – s'écartant parfois fortement les unes des autres – qui se réalisent. Toutefois, la situation extrême qui règne depuis 2009, avec un plancher record des taux d'intérêt, ne perdurera sur toute la période analysée dans aucun des six scénarios. Ceux-ci indiquent tous que les rendements augmenteront à nouveau, même si, comme on l'a dit, ils n'atteindront plus le niveau d'avant 2008.

Martin Eichler, économiste en chef et direction BAKBASEL.

Mél: martin.eichler@bakbasel.com

Thomas Kübler, conseiller économique, directeur Kübler Economics.

Mél: tkuebler@kuebler-economics.ch