

Flash Economie

6 novembre 2019 - 1496

Quatre débats importants sur les taux d'intérêt à long terme

Pour réfléchir à l'évolution des taux d'intérêt à long terme, il faut s'intéresser à quatre débats, très présents dans la littérature de recherche économique récente :

- 1- D'où viennent les taux d'intérêt à long terme bas : de l'excès d'épargne ou de la politique monétaire expansionniste ?
- 2- Quel est l'effet des taux d'intérêt bas sur les intermédiaires financiers : de les affaiblir (par la baisse des revenus) ou de les renforcer (par la baisse des défauts des emprunteurs-émetteurs) ?
- 3- Les taux d'intérêt durablement bas vont-ils redresser l'inflation ou au contraire la font-ils reculer (c'est la thèse du néo-fishérisme) ?
- 4- Le rendement exigé du capital n'a pas suivi à la baisse les taux d'intérêt sans risque, ce qui fait disparaître l'effet de la politique monétaire expansionniste sur l'équilibre épargne-investissement ; est-ce dû à la hausse des primes de risque ?

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

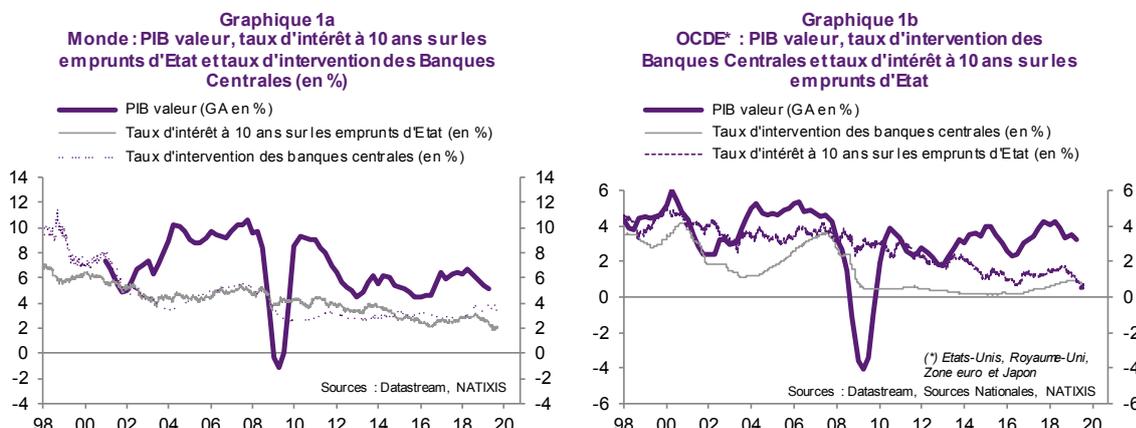
 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

Question 1 : d'où viennent les taux à long terme bas ?

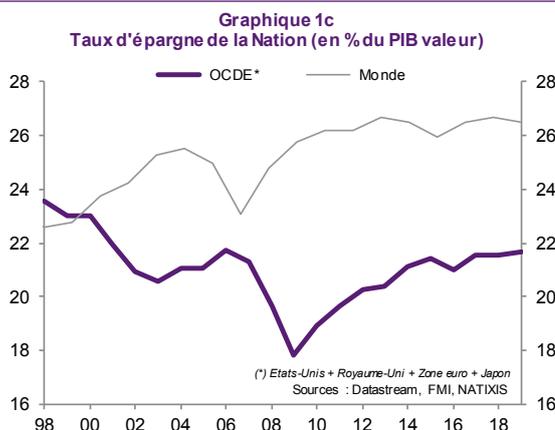
Nous allons regarder le Monde et l'OCDE :

Les taux d'intérêt à long terme sont bas depuis 2003-2004 (graphique 1a/b).



Il y a deux thèses concurrentes concernant l'origine des taux d'intérêt à long terme bas.

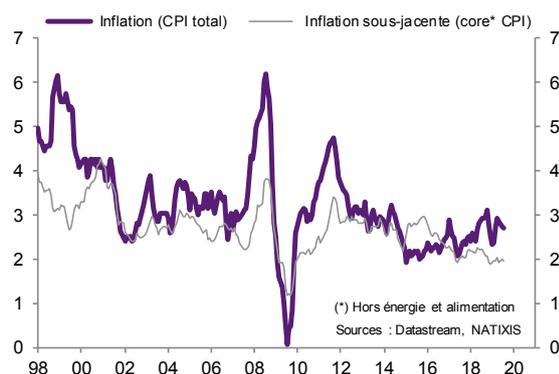
- 1- Ils viennent de l'excès de l'épargne (ex ante) sur l'investissement. Le graphique 1c montre que le taux d'épargne du Monde a monté, mais pas celui de l'OCCE.



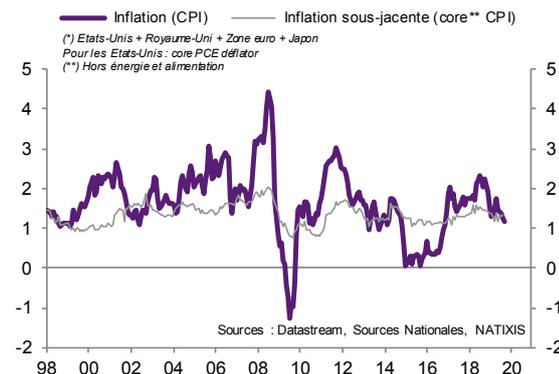
Si cette thèse est la bonne, la cause des taux d'intérêt à long terme bas est structurelle et donc durable.

- 2- Ils viennent des politiques monétaires expansionnistes, et, si cette thèse est correcte, les taux d'intérêt à long terme resteront bas aussi longtemps seulement que l'inflation restera faible (graphiques 1d/e).

Graphique 1d
Monde : inflation et inflation sous-jacente (GA en %)



Graphique 1e
OCDE* : inflation et inflation sous-jacente (GA en %)

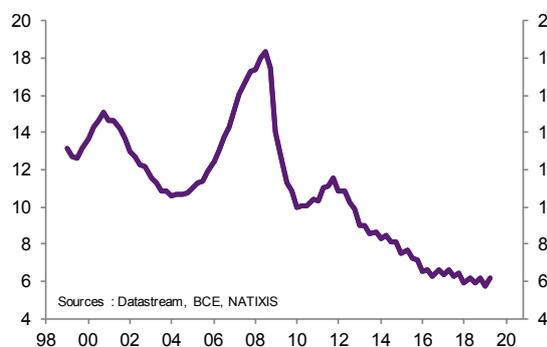


Question 2 : quel est l'effet des taux d'intérêt à long terme sur les intermédiaires financiers ?

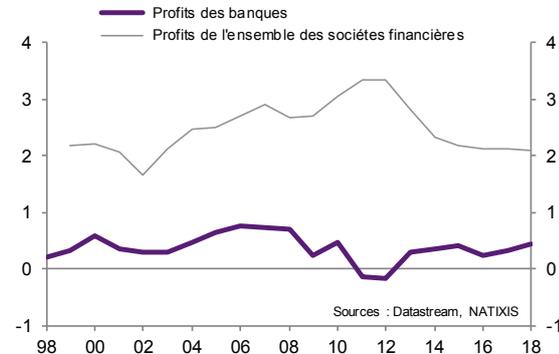
Ici aussi il y a **deux théories en présence**. Regardons-les dans le cas de la **zone euro**.

- 1- Les taux d'intérêt bas affaiblissent les intermédiaires financiers** (banques, sociétés d'assurance-vie) **en réduisant leurs revenus** (leurs marges d'intermédiation). Les intérêts reçus par les intermédiaires financiers reculent (**graphique 2a**), leur rentabilité diminue (**graphique 2b**).

Graphique 2a
Zone euro : intérêts reçus par les sociétés financières (en % du PIB valeur)

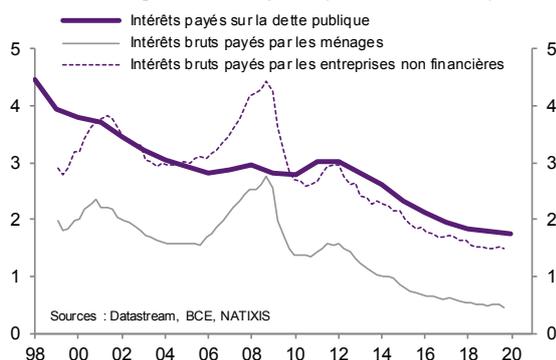


Graphique 2b
Zone euro : profits des intermédiaires financiers (en % du PIB valeur)

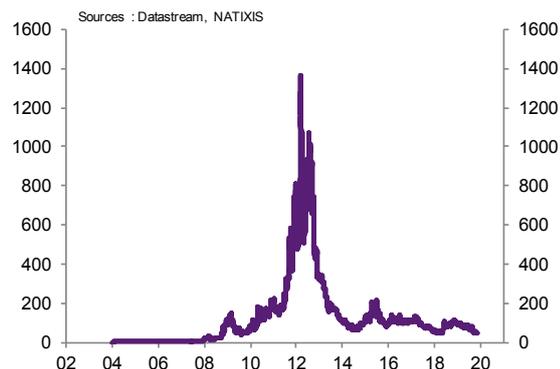


- 2- Au contraire, les taux d'intérêt à long terme bas sont favorables aux intermédiaires financiers**, puisqu'ils conduisent au recul des paiements d'intérêts (**graphique 2c**) et à un risque de défaut faible (**graphiques 2d/e**).

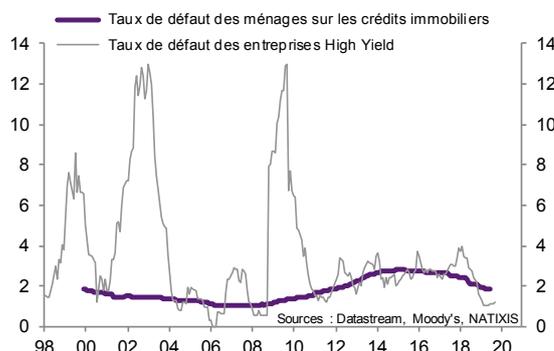
Graphique 2c
Zone euro : intérêts payés sur la dette publique, par les ménages et les entreprises (en % du PIB valeur)



Graphique 2d
Zone euro : CDS souverain (5 ans, en pb)



Graphique 2e
Zone euro : taux de défaut des ménages et des entreprises (en %)

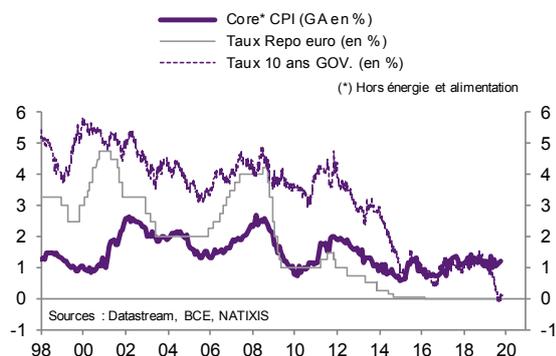


Question 3 : l'effet des taux d'intérêt bas sur l'inflation

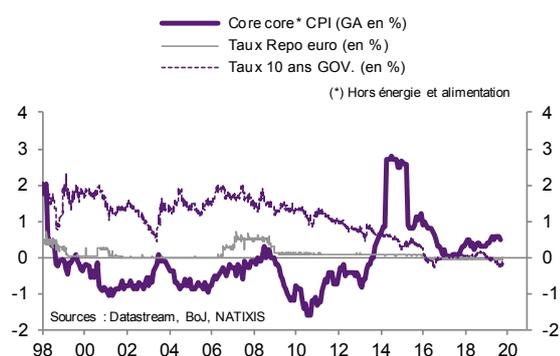
Regardons ici les exemples de la zone euro et du Japon.

On voit le parallélisme entre les taux d'intérêt et l'inflation (graphiques 3a/b).

Graphique 3a
Zone euro : inflation sous-jacente, taux Repo euro et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 3b
Japon : inflation sous-jacente, taux Base BoJ et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Ici aussi deux théories s'affrontent :

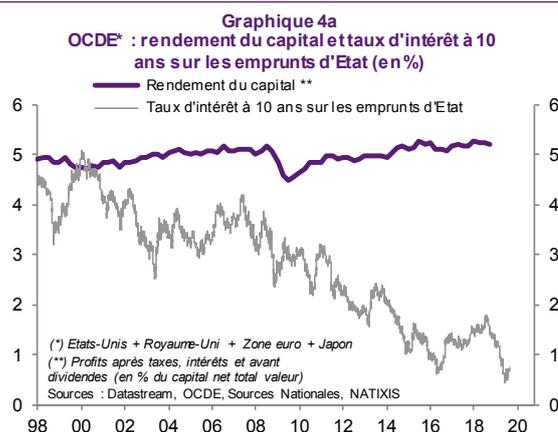
- 1- Si la politique monétaire reste suffisamment longtemps expansionniste, l'inflation finira par se redresser ; ceci est clairement la thèse des Banques Centrales.
- 2- La thèse néo-fishérienne. On a, à long terme :

$$\text{Taux d'intérêt nominal} = \text{Taux d'intérêt réel} + \text{Inflation}$$

Si le taux d'intérêt réel est donné par les caractéristiques structurelles de l'économie (progrès technique, productivité du capital, croissance potentielle) alors, **à long terme, c'est le taux d'intérêt nominal qui détermine l'inflation**. Maintenir une politique monétaire durablement expansionniste conduirait donc à une baisse de l'inflation à long terme.

Question 4 : rendement exigé du capital et primes de risque

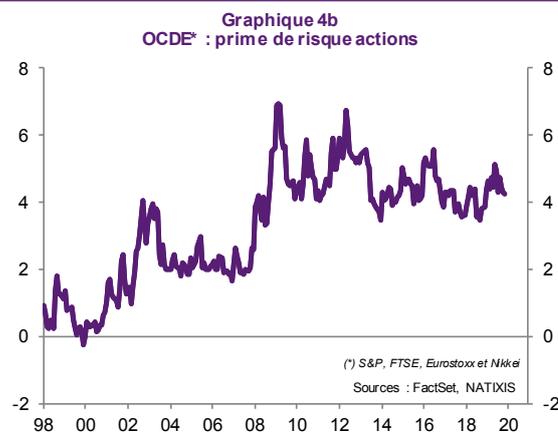
Le **graphique 4a** compare, pour les pays de l'OCDE, le **rendement du capital physique** et le **taux d'intérêt sur la dette publique**.



On voit que la baisse du taux d'intérêt à long terme sans risque n'a pas entraîné celle du rendement du capital.

Ceci implique que **la politique monétaire expansionniste a peu d'effet sur l'investissement ou l'équilibre investissement-épargne** puisque la rentabilité exigée du capital n'a pas baissé.

Une interprétation possible est que **la prime de risque d'entreprises a beaucoup augmenté depuis la crise**, ce qui est cohérent avec la hausse de la prime de risque actions (**graphique 4b**).



Synthèse : quatre débats très importants

Le premier débat (d'où viennent les taux d'intérêt à long terme bas) permet de réfléchir à la durée de la période de taux d'intérêt à long terme bas, et donc par exemple à la possibilité ou non de profiter de cette période pour mener une politique budgétaire expansionniste.

Le second débat (quel est l'effet des taux d'intérêt bas sur les intermédiaires financiers) est nécessaire pour savoir si la dégradation de la situation des intermédiaires financiers poussera, ou non, à la normalisation des taux d'intérêt.

Le troisième débat (signe de l'effet à moyen terme des taux d'intérêt nominaux bas sur l'inflation) est indispensable pour savoir si les Banques Centrales réussiront ou non à redresser l'inflation.

Le quatrième débat (causes de l'écart entre la rentabilité du capital et les taux d'intérêt à long terme sans risque) permet de s'interroger sur l'efficacité de la politique monétaire pour rééquilibrer l'épargne et l'investissement.

Avertissement

Ce document à caractère promotionnel est destiné uniquement à une clientèle professionnelle, des contreparties éligibles ou des investisseurs qualifiés.

Ce document est strictement confidentiel et ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture (si utilisés dans ce document).

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne saurait être tenue responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne.

Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis. Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction (le cas échéant) qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document. Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document.

[Conflit d'intérêt : Natixis, peut, à titre de principal ou d'agent, être impliqué dans un large éventail d'activités à l'échelle mondiale, avoir des positions dans, ou peut acheter ou vendre, ou être teneur de marché sur des titres, devises, instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux instruments auxquels se rapportent les informations. Les activités de Natixis liées à ces instruments peuvent avoir une incidence sur le prix de l'actif sous-jacent pertinent et peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts. Natixis peut fournir des services à tout membre du même groupe que le destinataire des informations ou toute autre entité ou personne, effectuant toute opération (pour son propre compte ou autrement) avec le destinataire de l'information ou d'un tiers, ou d'agir à l'égard d'autre sujet pour lui-même ou pour un tiers, nonobstant que ces services, les transactions ou actions peuvent être préjudiciables au destinataire des informations ou à tout membre de son groupe, et Natixis peut conserver pour son propre bénéfice toute rémunération ou profit y afférent. En outre, Natixis peut, soit en vertu des types de relations décrits au présent paragraphe, soit autrement, être en possession, de temps à autre, d'informations relatives à un instrument particulier qui est ou peut être important dans le contexte de cet instrument et qui peut ou non être accessible au public ou connu de vous. Le fait que nous vous fournissions un prix indicatif ou d'autres informations relatives à un tel instrument ne crée aucune obligation de la part de Natixis de vous communiquer ces informations (confidentielles ou non).]

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse : <https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>

Natixis est supervisée par l' European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.