

Flash Economie

13 décembre 2019 - 1654

D'où viennent les taux d'intérêt à long terme bas dans la zone euro ? Une question centrale

Les taux d'intérêt à long terme sont très bas dans la zone euro.

Ce niveau très bas des taux d'intérêt à long terme a des effets considérables sur les économies, en particulier de maintenir la solvabilité budgétaire des Etats, même endettés.

Pour savoir si les taux d'intérêt à long terme de la zone euro vont rester durablement très bas, il faut savoir quelle est la cause de ces taux d'intérêt très bas. On peut avoir trois explications : l'excès d'épargne et de demande pour les dettes sans risque ; la politique monétaire de la BCE, très expansionniste en raison de la faiblesse de l'inflation ; la politique monétaire très expansionniste de la BCE due à la volonté de la BCE de maintenir la solvabilité budgétaire des pays les plus fragiles.

Ces trois explications ont des conséquences très différentes pour la trajectoire future des taux d'intérêt à long terme de la zone euro, et donc pour la stratégie de politique budgétaire des pays de la zone euro.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

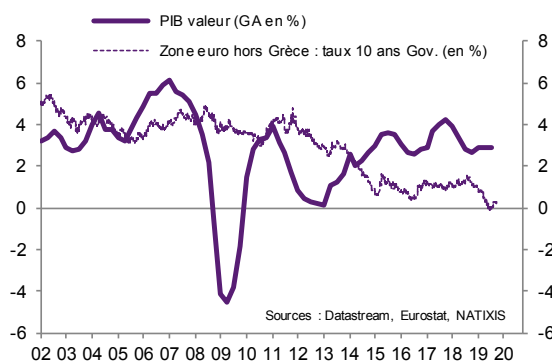
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Excès d'épargne

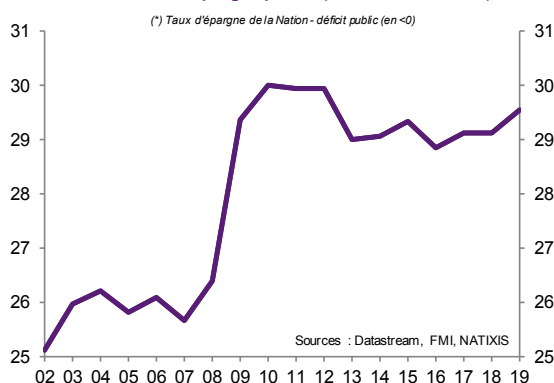
La première explication possible des taux d'intérêt à long terme bas de la zone euro (graphique 1) est donc l'excès d'épargne et de demande pour les dettes sans risque.

Graphique 1
Zone euro : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

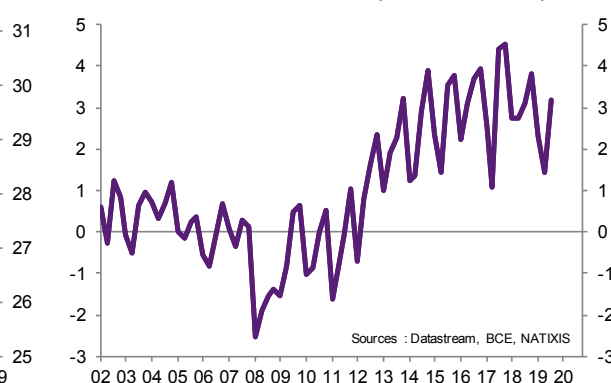


Il est vrai que le taux d'épargne du secteur privé, mondialement, a augmenté (graphique 2), passant de 27% du PIB en 2002 à plus de 29% du PIB en 2019 ; il est vrai que la zone euro a un excédent de l'épargne sur l'investissement, puisqu'elle a un excédent de sa balance courante qui oscille autour de 3% du PIB (graphique 3).

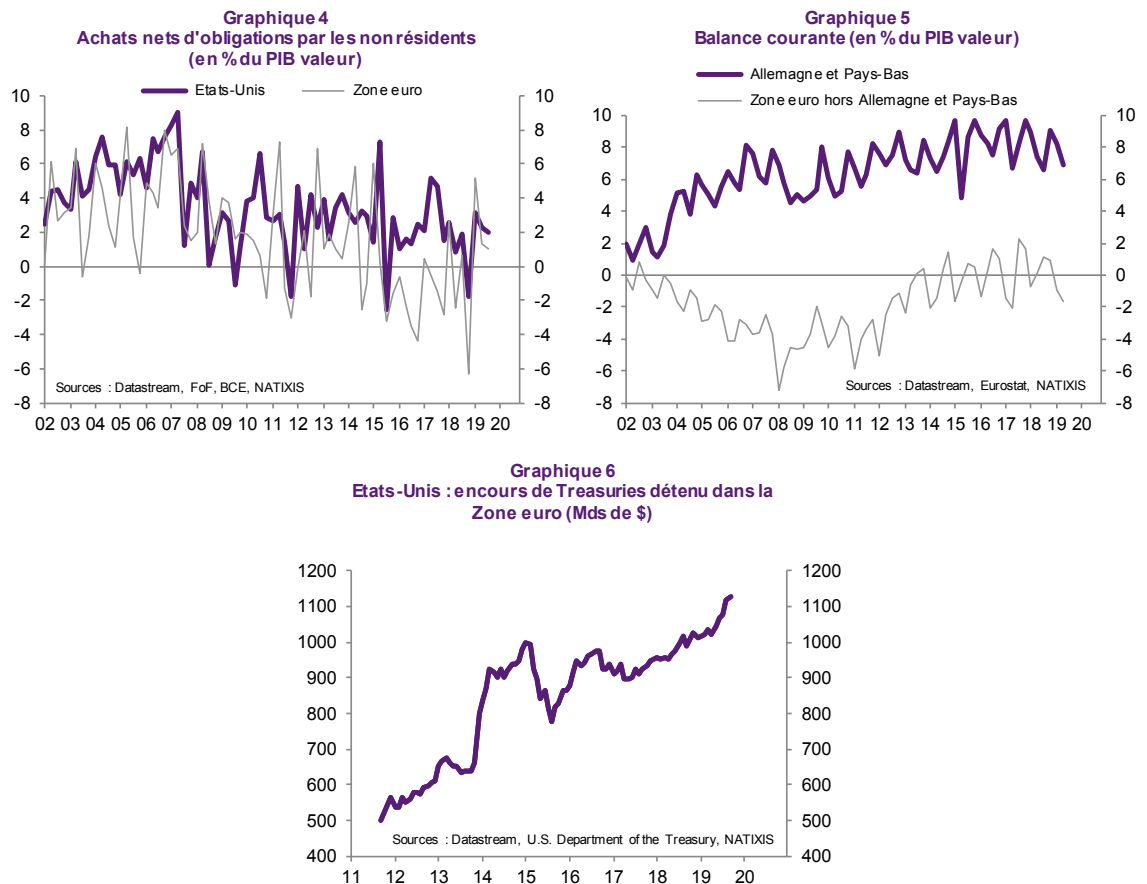
Graphique 2
Monde : taux d'épargne privée (en % du PIB valeur)



Graphique 3
Zone euro : balance courante (en % du PIB valeur)

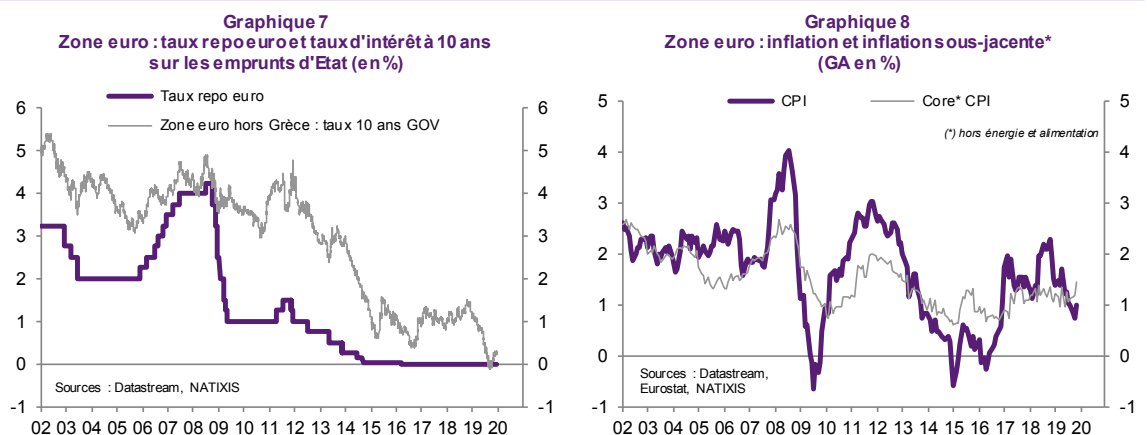


Si les taux d'intérêt à long terme très bas de la zone euro étaient dus à l'excès d'épargne, puisqu'il s'agit d'une caractéristique structurelle durable, **les taux d'intérêt resteraient longtemps très bas. Mais il est difficile de croire à cette explication** ; d'une part l'excès d'épargne mondiale est prêté essentiellement aux Etats-Unis (graphique 4), beaucoup moins à la zone euro ; d'autre part **l'excès d'épargne de la zone euro, qui vient de l'Allemagne et des Pays-Bas (graphique 5) est aussi prêté spontanément aux Etats-Unis (graphique 6) et ne fait pas apparaître un excès de demande pour les dettes sans risque de la zone euro.**

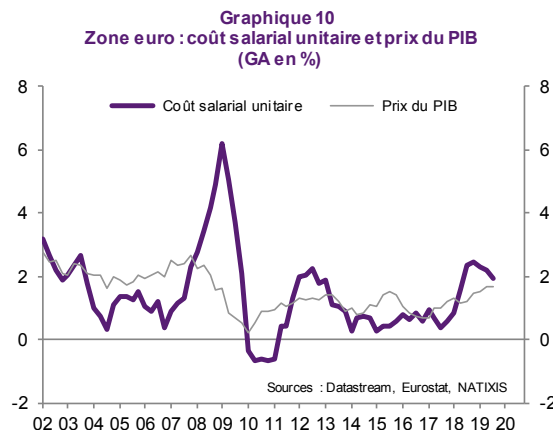
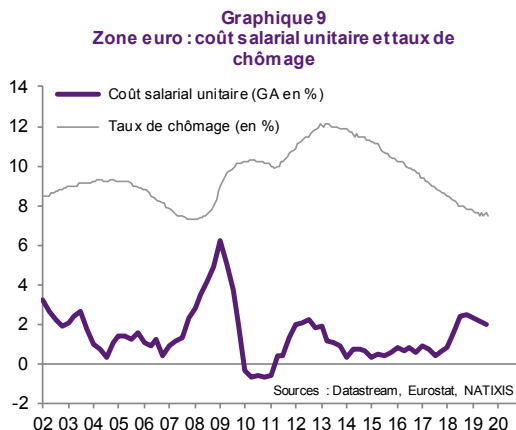


Inflation faible

La seconde explication possible des taux d'intérêt à long terme bas de la zone euro est que ce niveau bas des taux d'intérêt à long terme vient de la politique monétaire de la zone euro (graphique 7), en réponse à la faiblesse de l'inflation (l'inflation sous-jacente de la zone euro oscille autour de 1%, graphique 8).

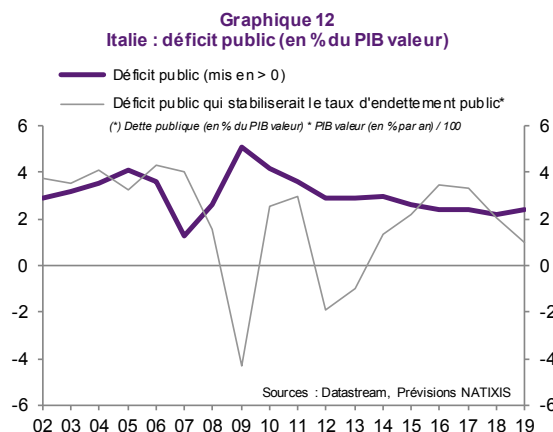
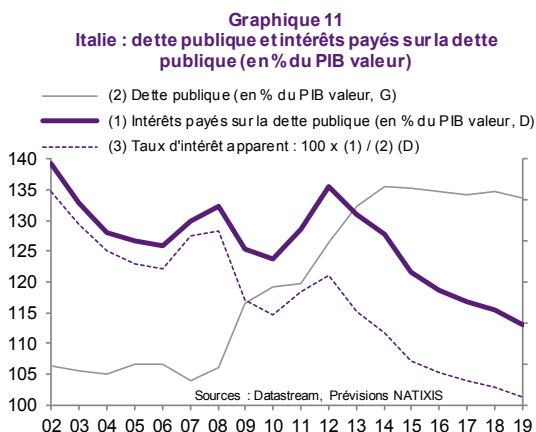


Si cette seconde explication est correcte, les taux d'intérêt resteront bas aussi longtemps que l'inflation sera faible. On ne voit pas d'inflation venir du fonctionnement spontané de la zone euro, avec la faiblesse à la fois des hausses des coûts salariaux (graphique 9), malgré la baisse du chômage, et l'incapacité des entreprises à passer leurs hausses de coûts dans leurs prix (graphique 10). Mais il peut y avoir des chocs inflationnistes externes : un changement de la politique salariale aux Etats-Unis, une hausse du prix du pétrole.



Maintien de la solvabilité budgétaire

La troisième explication possible enfin des taux d'intérêt à long terme bas dans la zone euro est la politique monétaire expansionniste, mais pas pour redresser l'inflation mais pour maintenir la solvabilité budgétaire des pays les plus fragiles de la zone euro. Il s'agit en particulier de l'Italie ; avec une dette publique de 135% du PIB et une croissance potentielle nulle, l'Italie perdrait sa solvabilité budgétaire (graphiques 11 et 12) si les taux d'intérêt qu'elle paye sur sa dette publique (actuellement 1% sur 10 ans, graphique 13) remontaient.



Graphique 13
Italie : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Il est alors raisonnable de penser que **la BCE veut éviter le retour d'une crise des dettes publiques dans la zone euro** pouvant menacer la survie de l'euro. La situation budgétaire de l'Italie ne s'améliorant pas, son taux d'endettement public continuant à augmenter, les taux d'intérêt de la zone euro vont rester perpétuellement bas si c'est le maintien de la solvabilité budgétaire de l'Italie qui explique leur maintien à un niveau faible.

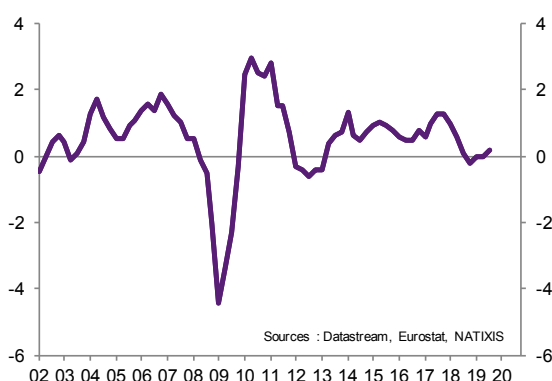
Synthèse : quels choix de politique budgétaire ?

Il existe donc plusieurs explications possibles du niveau bas des taux d'intérêt à long terme de la zone euro : l'excès d'épargne, l'inflation faible, le souci de maintenir la solvabilité budgétaire des pays les plus fragiles.

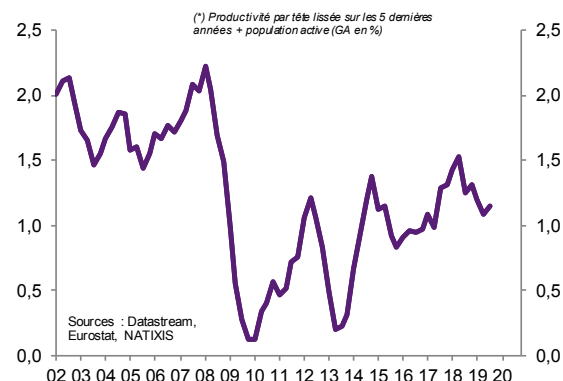
Si les gouvernements et les Parlements de la zone euro ne savent pas quelle est la bonne explication, **ils ne savent pas ce que sera la durée de l'épisode de taux d'intérêt à long terme très bas** : longue si l'explication est l'excès d'épargne ou le maintien de la solvabilité budgétaire de l'Italie, moins longue si c'est l'inflation faible.

Devant cette incertitude, **l'attitude prudente pour les gouvernements de la zone euro est de se prémunir contre une possible remontée des taux d'intérêt à long terme de la zone euro**, en profitant des taux d'intérêt bas seulement pour réaliser des investissements efficaces qui augmentent les gains de productivité (**graphique 14**) et la croissance potentielle (**graphique 15**), et desserrent donc la contrainte de solvabilité budgétaire même en cas de remontée des taux d'intérêt.

Graphique 14
Zone euro : productivité par tête (GA en %)



Graphique 15
Zone euro : croissance potentielle* (volume)



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.