NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

13 septembre 2019 - 1232

Deux mystères, paradoxes, à approfondir

L'économie des pays de l'OCDE présente aujourd'hui deux mystères, deux paradoxes, qu'il est important d'analyser :

- le mystère du recul de l'inflation anticipée alors que la politique monétaire est expansionniste ; ceci donne-t-il raison aux néo-fishériens qui pensent que la causalité va des taux d'intérêt nominaux vers l'inflation ?

- le mystère de l'écart croissant entre rendement du capital et taux d'intérêt réel sur les dettes publiques ? Pourquoi n'y a-t-il plus convergence entre le rendement du capital et le taux d'intérêt réel ? Ceci signifie-t-il que la prime de risque d'entreprise a crû fortement ?

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
@PatrickArtus

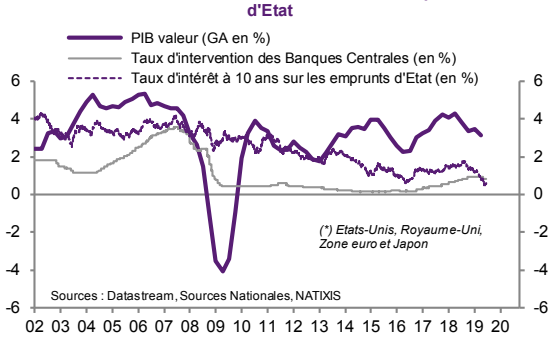
Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

ECONOMIC RESEARCH

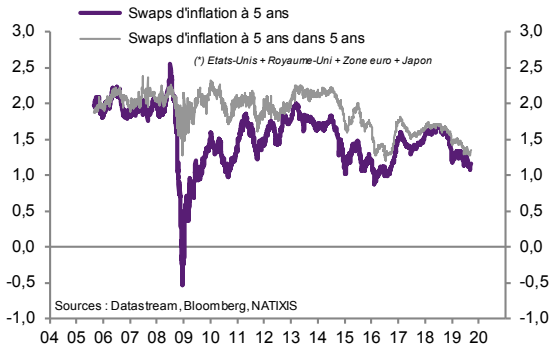
Le mystère de l'inflation anticipée

Alors que la politique monétaire a été fortement expansionniste depuis la crise de 2008, l'inflation anticipée recule aujourd'hui (graphiques 1a/b), et l'inflation sous-jacente reste faible **(graphique 1c)**.

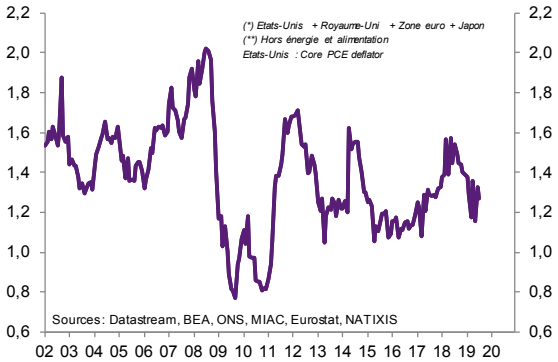
Graphique 1a
OCDE* : PIB valeur, taux d'intervention des Banques Centrales et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 1b
OCDE* : swaps d'inflation (en %)



Graphique 1c
OCDE* : inflation sous-jacente (core CPI, GA en %)**



Peut-on comprendre que des taux d'intérêt nominaux durablement très bas conduisent au recul de l'inflation anticipée ? **Une explication disponible est l'explication néo-fishérienne**. Puisque :

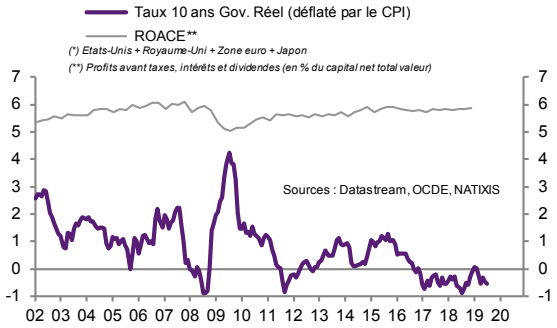
Taux d'intérêt nominal > taux d'intérêt réel + inflation anticipée

si, à long terme, le taux d'intérêt réel est déterminé par la technologie (progrès technique…), **à long terme le taux d'intérêt nominal détermine l'inflation anticipée**.

Le mystère de la rentabilité du capital

Le **graphique 2** compare **la rentabilité du capital avant impôts** (calculée comme le ratio des profits avant impôts au stock de capital net) **et le taux d'intérêt réel à 10 ans sur les dettes publiques**.

Graphique 2
OCDE* : taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat et rendement du capital (en %)



On voit **l'écart croissant entre rentabilité du capital et taux d'intérêt sur les dettes publiques, alors qu'il devrait y avoir convergence entre ces deux séries**.

Cet écart implique :

- **l'inefficacité de la politique monétaire pour soutenir l'investissement**, puisque la rentabilité exigée du capital n'a pas suivi à la baisse les taux d'intérêt ;
- **l'apparition d'une prime de risque croissante sur les entreprises**, qui explique l'ouverture de l'écart entre rentabilité du capital des entreprises et taux d'intérêt sans risque.

Synthèse : la macroéconomie est devenue compliquée

Depuis la crise, on observe donc des **mécanismes macroéconomiques étonnants** :

- la baisse de l'inflation anticipée après 10 ans de politique monétaire très expansionniste ;
- la divergence entre la rentabilité du capital et les taux d'intérêt réels.

Ceci nous incite à la prudence dans l'analyse macroéconomique, avec des mécanismes qui peuvent être très différents de ceux du passé.