

ECO FLASH

26 février 2019

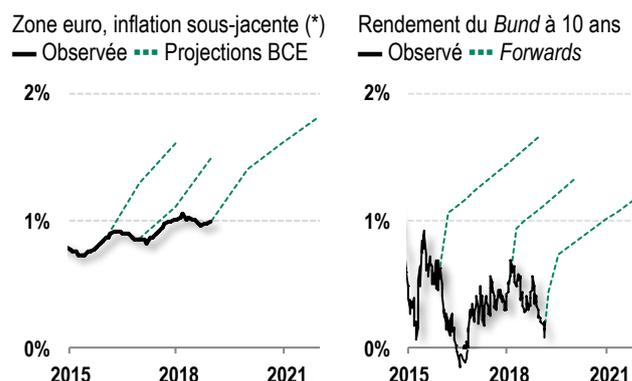
Les taux d'intérêt peuvent-ils augmenter en zone euro ?

Jean-Luc PROUTAT

- En zone euro, les taux du marché monétaire évoluent en territoire négatif depuis plus de quatre ans ; ceux des emprunts d'Etat ou d'entreprises les mieux notés restent inférieurs à 1%.
- D'abord vue comme une adaptation exceptionnelle à la crise, cette distribution des taux d'intérêt au voisinage de zéro perdure.
- Pour certains, cette longue parenthèse finirait tout de même par se refermer, avec l'arrêt des achats nets de titres de la Banque centrale européenne, puis la remontée possible des taux directeurs, après l'été 2019.
- Pour d'autres, le décor a définitivement changé ; un peu comme au Japon, l'affaissement des taux d'intérêt en zone euro acterait de l'épuisement du potentiel ainsi que d'une quasi disparition de l'inflation.
- Le point de vue défendu ici est médian : la zone euro n'est pas tout à fait le Japon, les taux d'intérêt qui y prévalent n'ont pas vocation à rester indéfiniment à zéro.
- Mais elle n'est pas non plus une zone monétaire optimale telle que des transferts puissent venir équilibrer les effets, variables selon les pays, d'une remontée des taux. Quel qu'en soit l'horizon, celle-ci ne pourra donc être que lente et limitée.

Voici plus de quatre ans que la zone euro opère en régime de taux d'intérêt et d'inflation exceptionnellement bas. Voici aussi plus de quatre ans que les anticipations de retour à la normale sont démenties (cf. graphique 1). A l'horizon de 2021, la Banque centrale européenne (BCE) veut encore croire que le rythme de l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie), aujourd'hui proche de 1%, aura doublé pour se rapprocher de l'objectif officiel de 2%.

Au-revoir là-haut



(*) Variation annuelle moyenne de l'indice prix à la consommation harmonisé en zone euro, hors alimentation et énergie.

Graphique 1

Sources : Thomson Reuters, BCE

L'argument central est que, suite au recul du chômage, les salaires accélèrent enfin dans la zone euro. Le fait est que, à 2,5% sur un an, la croissance des rémunérations par tête est la plus rapide depuis dix ans. Pour la BCE, c'est le signe que les prix vont s'animer et que la politique monétaire peut être normalisée. Au 1^{er} janvier 2019, ses achats nets d'actifs se sont arrêtés. S'ensuivrait, au plus tôt dès l'automne, une remontée des taux d'intérêt directeurs.

Le redressement concomitant de l'inflation et des taux fait aussi partie des hypothèses qui sous-tendent la courbe des *forwards* (cf. à nouveau graphique 1). D'ici à fin 2021, ceux-ci intègrent une hausse de l'ordre d'un demi-point des taux monétaires, qui retourneraient donc en territoire positif¹.

¹ L'Euribor 3 mois est projeté à 0,20% en décembre 2021, contre -0,30% (taux spot) au 20/02/2019.

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS



La banque
d'un monde
qui change

Le rendement à dix ans des emprunts de l'Etat allemand, qui sert de référence pour les prêts à long terme, remonterait de 0,10% à 1,15%.

Par quel mécanisme les prix finiraient-ils par accélérer ? La pression salariale est une condition nécessaire mais pas suffisante, les marges des entreprises pouvant en absorber tout ou partie. C'est actuellement le cas en zone euro où le refroidissement du climat des affaires ne plaide pas pour un renforcement du *pricing power* des entreprises. Depuis l'été 2018, le rapport entre le déflateur du PIB et les coûts salariaux unitaires s'inscrit en baisse, indiquant une érosion des profits. Le phénomène est particulièrement marqué en Allemagne où les rémunérations conservent une bonne dynamique (elles sont sur une pente à 3%), tandis que les perspectives médiocres d'activité pèsent sur la formation des prix (graphique 2).

A court terme, la conjoncture ne se prête guère à la remontée de l'inflation et des taux d'intérêt. Les anticipations de la BCE, comme celles des marchés, peuvent à nouveau paraître volontaristes. La suite n'est toutefois pas écrite, son évocation nécessitant de s'intéresser aux tendances longues.

Japonisation ?

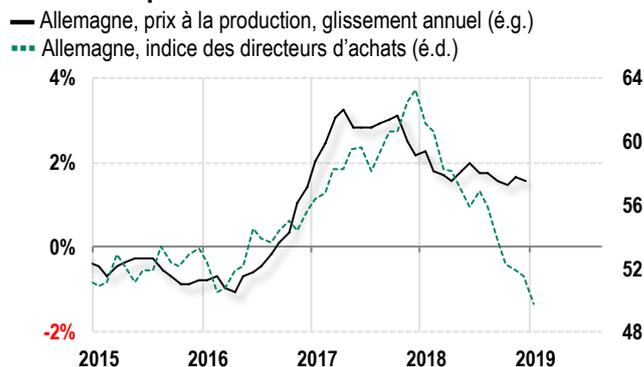
L'économie japonaise est un cas d'école en ce sens que, riche mais vieillissante, elle se rapproche beaucoup de l'état régulier dépeint par les modèles de croissance (cf. encadré, en page 3). Dans l'Archipel, le stock de capital par tête est l'un des plus élevés au monde. Les gains de productivité, la croissance potentielle, ainsi que l'inflation convergent vers zéro, chiffre qui tend à devenir la norme pour les taux d'intérêt depuis une dizaine d'années (Cf. graphique 3).

La zone euro présente quelques traits similaires, sans être tout à fait dans la même situation : sa population vieillit, bien que moins vite ; ses effectifs en âge de travailler (les 15-64 ans) ont entamé leur déclin en 2010, la bascule ayant eu lieu vingt ans auparavant au Japon. Ses gains de productivité s'amenuisent, tout comme sa croissance potentielle. Evaluée à 1,5% par an par le Fonds Monétaire International (FMI), celle-ci reste toutefois plus rapide qu'au Japon (0,6%). En outre, elle peut encore être soutenue. Alors qu'il atteint près de 80% dans l'Archipel, le taux d'emploi des 15-64 ans se limite à 67% en zone euro². Dans certains pays comme l'Italie ou l'Espagne, il est encore très bas (proche de 60%).

L'inflation n'est pas nulle même si à 1% par an en moyenne depuis huit ans, elle se conforme de moins en moins à la cible de 2% visée par la BCE. Alors que, malgré une politique monétaire ultra-accommodante, le Japon a les plus grandes difficultés à s'extirper d'une trappe à liquidité sans fond, les agrégats de monnaie et de crédit ont retrouvé un certain dynamisme en zone euro. Le taux de croissance annuel des prêts à la consommation est, par exemple, voisin de 7% ; celui de la masse monétaire (M3) atteint 4%.

En résumé, les tendances de fond empruntées par l'activité et les prix en zone euro, bien que ralenties, ne justifient pas que

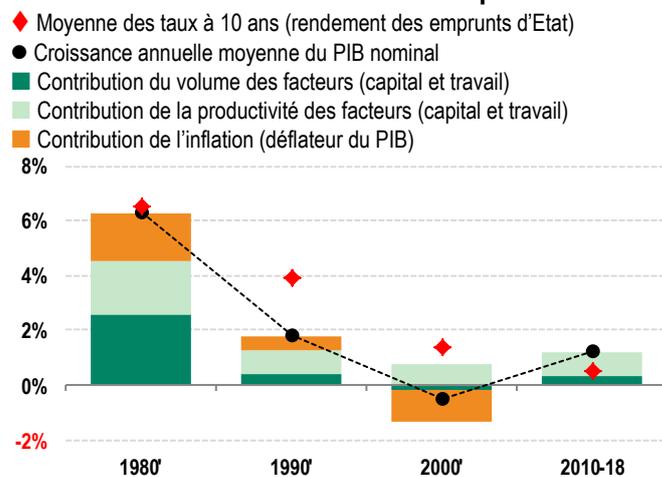
Prix et production



Graphique 2

Source : Markit

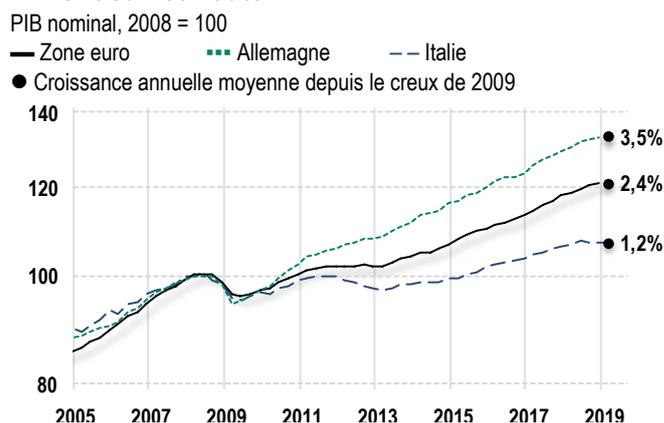
Croissance et taux d'intérêt au Japon



Graphique 3

Sources : Cabinet office, METI, BNP Paribas

Chacun sa route



Graphique 4

Source : Eurostat

les taux d'intérêt se maintiennent indéfiniment au voisinage de zéro. Quel serait, dès lors, le point d'équilibre ?

Quels taux pour demain ?

Pendant longtemps et conformément à la théorie, le taux de croissance économique a pu servir de référence. De 1998 à 2008, les rendements obligataires à 5-7 ans ont oscillé autour de 4% en zone euro, soit la tendance suivie par le PIB

² Source : OCDE. Au troisième trimestre de 2018, le taux d'emploi des 15-64 ans était respectivement de 67,4% et 77,3% en zone euro et au Japon.

nominal. Celle-ci s'est, par la suite, infléchi, en raison des crises (financière et des dettes souveraines) mais aussi de la bascule démographique déjà évoquée. Elle est désormais plus proche de 2,5%, ce qui, moyennant une hypothèse conservatrice sur les primes de terme, situerait le taux cible de la BCE quelque part entre 1,75% et 2%.

Revenir à ce niveau paraît toutefois compliqué. L'apparition d'écart de rendements (*spreads*) au sein de la zone euro, la divergence des rythmes de croissance (cf. graphique 4), font que, aujourd'hui plus qu'hier, tout le monde n'est pas logé à la même enseigne face à une remontée des taux. L'Allemagne, peu endettée et qui continuerait d'emprunter dans le bas de la fourchette des rendements, s'en accommoderait aisément. L'Italie, en panne de croissance et dont la dette publique a crû de 30 points de PIB depuis 2008, rencontrerait beaucoup plus de difficultés, sauf à formuler une hypothèse forte sur son *spread*.

Dans une zone monétaire qui n'est pas optimale, la notion même de taux « neutre » perd de sa pertinence. La cible de 2% qui semble correspondre aux tendances économiques moyennes est trop contraignante pour certains, pas assez pour d'autres. La BCE, pour pallier l'absence de transferts et répondre à la crise des dettes souveraines, a opté pour une politique résolument accommodante. En l'absence de progrès institutionnels, il est peu probable qu'elle en change de sitôt. Le prochain cycle de hausses des taux ne pourra être que graduel et limité, 2% s'apparentant davantage à un plafond qu'à une norme.

Jean-Luc PROUTAT

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ Croissance et taux d'intérêt à l'équilibre

A l'état régulier (*steady state*), la « règle d'or » d'accumulation du capital indique que le taux d'intérêt d'équilibre converge vers le taux de croissance de l'économie.

En notant dans un cadre simplifié

Y : la richesse nationale (le PIB)

K : le stock de capital

N : le facteur travail (la population en emploi)

C : la consommation

s : le taux d'épargne

d : le taux de dépréciation du capital

n : le taux de croissance de la population en emploi

g : le taux de croissance de l'économie

r^* : le taux d'intérêt naturel ou d'équilibre

A technologie constante, le PIB exprimé sous la forme d'une fonction de production de type Cobb-Douglass s'écrit :

$$Y = K^\lambda \cdot N^{(1-\lambda)} \quad (1)$$

Avec λ et $(1-\lambda)$ parts respectives du capital et du travail ($0 < \lambda < 1$).

Le taux de croissance du PIB s'écrit :

$$g = \Delta Y/Y = \lambda \cdot \Delta K/K + (1-\lambda) \cdot \Delta N/N \quad (2)$$

L'état régulier correspond à un stade avancé de l'économie tel que le capital par tête n'augmente plus et peut être considéré comme constant. Ceci implique que le stock de capital croît au même rythme que la population, soit :

$$\Delta K/K = \Delta N/N = n = g \text{ d'après (2)}$$

$$\rightarrow (s \cdot Y - d \cdot K)/K = g$$

$$\rightarrow s \cdot Y = (g + d) \cdot K \quad (3)$$

A l'état régulier, l'épargne ($s \cdot Y$) couvre la dépréciation du capital ($d \cdot K$) et les dépenses d'équipement ($g \cdot K$) nécessaires au maintien du capital par tête.

La fonction de consommation s'écrit :

$$C = (1 - s) \cdot Y = Y - sY = Y - (g + d) \cdot K \text{ d'après (3)}$$

La « règle d'or » d'accumulation du capital est celle-ci qui permet de maximiser la consommation à l'état régulier. Elle est donc telle que :

$$\Delta C/\Delta K = 0$$

$$\rightarrow \Delta Y/\Delta K - (g + d) = 0$$

$$\rightarrow \Delta Y/\Delta K - d = g \quad (4)$$

Par définition, le taux d'intérêt naturel ou d'équilibre est égal à la productivité marginale nette du capital, soit :

$$\rightarrow \Delta Y/\Delta K - d = r^*$$

Impliquant, d'après (4) :

$$r^* = g$$

Encadré 1 Source : d'après Phelps E. (1965), *Second Essay on the Golden Rule Accumulation*, American Economic Review, Vol. 55, n°4.

Recherche Economique Groupe**William De Vijlder**
Chef économiste+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com**ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES****Jean-Luc Proutat**

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com**Hélène Baudchon**

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com**Louis Boisset**

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com**Frédérique Cerisier**

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com**Catherine Stephan**

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com**Raymond Van Der Putten**

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com**Tarik Rharrab**

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com**ECONOMIE BANCAIRE****Laurent Quignon**

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com**Laure Baquero**+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com**Céline Choulet**+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com**Thomas Humblot**+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com**ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS****François Faure**

Responsable

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com**Christine Peltier**

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com**Stéphane Alby**

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com**Sylvain Bellefontaine**

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com**Sara Confalonieri**

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com**Pascal Devaux**

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com**Hélène Drouot**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com**Salim Hammad**

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com**Johanna Melka**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com**CONTACT MEDIA****Michel Bernardini**+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com

NOS PUBLICATIONS

**CONJONCTURE**

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

**EMERGING**

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

**PERSPECTIVES**

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

**ECOFASH**

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

**ECOWEEK**

L'actualité économique de la semaine et plus...

**ECOTV**

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

**ECOTV WEEK**

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement : elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquelles elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLT ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER
https://twitter.com/EtudesEco_BNPP



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

