

# Le risque de hausse des taux, ultime refuge de l'ordre ancien ?

fipaddict.substack.com/p/ae034827-5969-4af5-9c0f-b9717e84d9f4

## Retour sur l'étrange scénario de remontée des taux du rapport Arthuis

fipaddict

Fipeco, 2 avril 2021

8 hr ago



Pour ceux qui souhaitent que le “quoi qu’il en coûte” cède le pas rapidement à l’austérité budgétaire, **le risque de hausse des taux d’intérêt est devenu l’argument central.**

L’idée est simple : les taux auxquels emprunte la France sur les marchés sont aujourd’hui proches de zéro et s’endetter ne nous coûte rien mais **un jour ils remonteront et alors ce sera la catastrophe.**

On trouve une version extrême de cet argument dans le dernier livre d’Agnès Verdier-Molinié, pour qui **le “vrai taux” auquel la France devrait emprunter serait de... 5 %.**

En ce moment, tout roule, c’est le cas de le dire. À 10 ans, on emprunte à -0,35 %... Évidemment, ce n’est pas le vrai prix du risque de la dette française. Le vrai prix serait plutôt autour de 5 %. Voire plus.

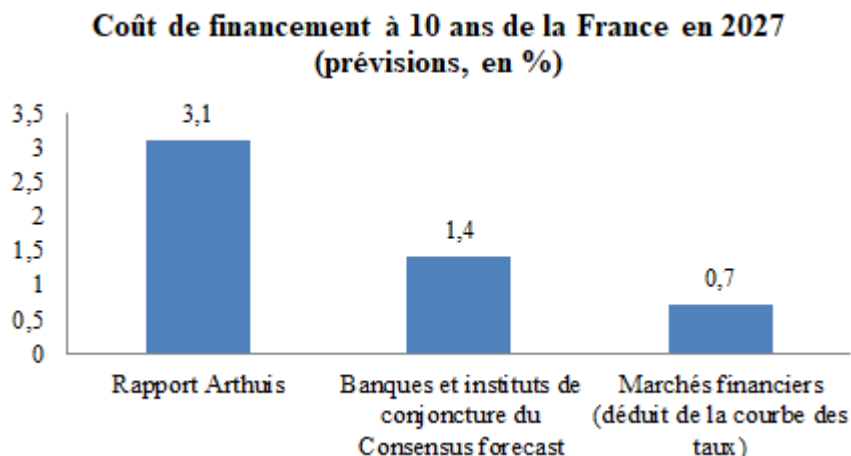
**La question est cruciale** : avec un taux d’endettement de 120 % du PIB, un taux d’intérêt moyen de 5 % conduirait à terme à une charge de la dette de 6 % du PIB, contre 1,4 % du PIB actuellement. Cela représenterait **une centaine de milliards d’euros supplémentaires à trouver chaque année** - soit l’équivalent des budgets consacrés à la défense, la justice et l’enseignement scolaire combinés !

Sans tomber dans des prévisions aussi pessimistes, le récent rapport de la **commission Arthuis** pense néanmoins que la France empruntera à 10 ans auprès des marchés à un taux de **3,1 % en 2027** dans son scénario central.

**Tableau 4 : Scénario central « à politique inchangée », avec une croissance potentielle de 1,35 % par an et une hausse des taux d’intérêts**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Environnement macroéconomique												
Croissance volume	1,5	-11,0	6,0	5,1	2,7	2,2	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Croissance potentielle	1,25	-0,30	0,60	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Inflation hors tabac	0,9	0,2	0,6	1,00	1,40	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Taux des OAT 10 ans en fin d'année			0,7%	1,2%	1,7%	2,2%	2,6%	2,9%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%

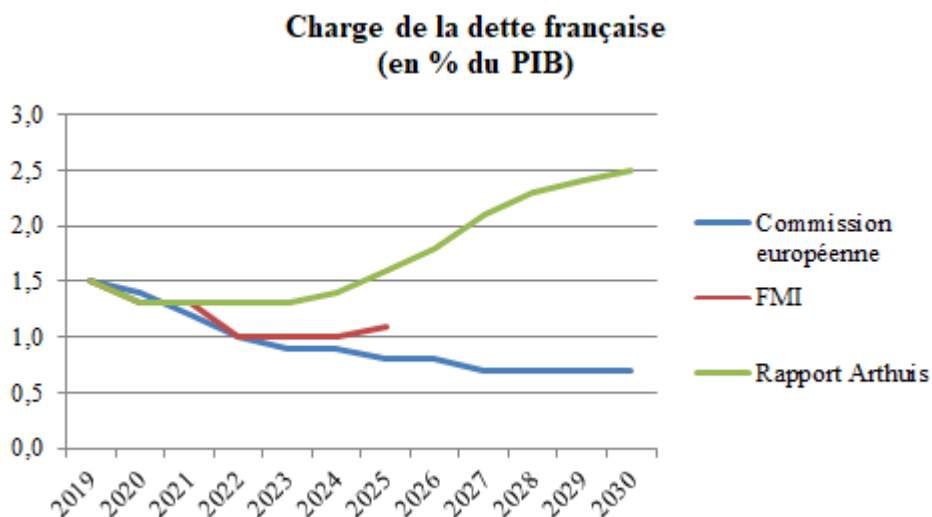
**Cette hypothèse a de quoi surprendre**, car elle est très éloignée des prévisions des marchés financiers, des institutions internationales, des banques et des instituts de conjoncture. Bref, de tout le monde.



Elle revient à considérer que le taux auquel la France emprunte **ne restera pas durablement inférieur à la croissance potentielle** de l'économie française (3,1 % dans le rapport, avec une croissance réelle de 1,35 % et une inflation de 1,75 %) mais convergera rapidement (dès 2027, donc) vers cette dernière.

Le souci, c'est que ce choix très éloigné du fameux "consensus" a des **conséquences majeures sur les projections budgétaires du rapport**.

En effet, il conduit à une **charge de la dette très supérieure** aux prévisions des institutions internationales, pour un scénario de croissance pourtant tout à fait comparable (3,1 % de croissance potentielle nominale à terme, contre 3 % pour la Commission européenne et le *Consensus forecast*). **Du simple au triple !**

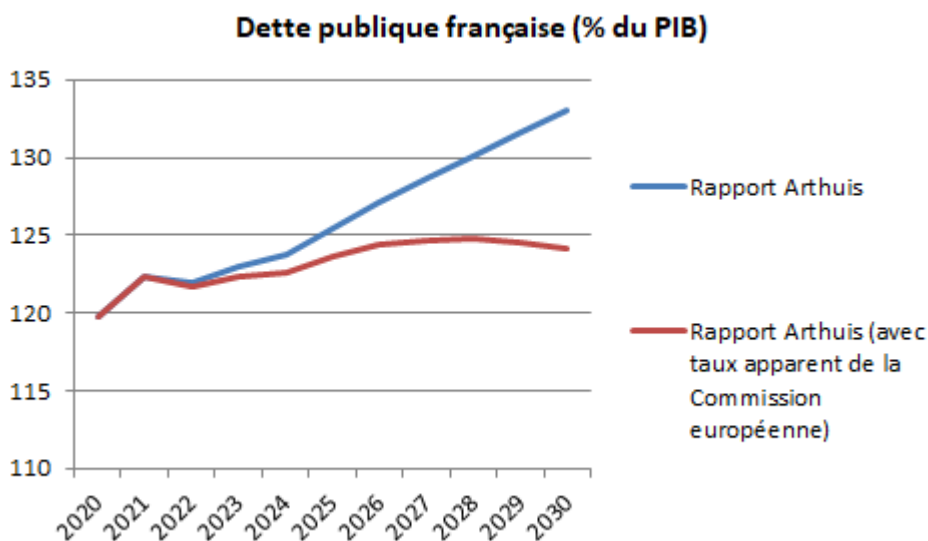


À tel point que changer ce seul paramètre pourrait **remettre en cause le principal constat du rapport, selon lequel :**

Sans orientation nouvelle, l'endettement public va continuer d'augmenter dans les prochaines années.

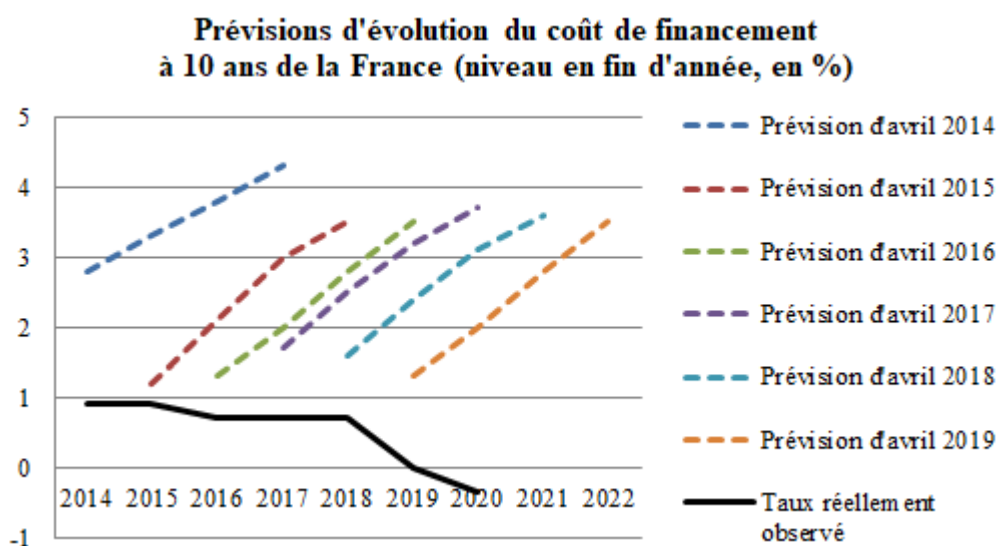
Pour illustrer cela, j'ai tenté de recalculer la trajectoire d'endettement "à politique inchangée" du rapport Arthuis à partir du taux d'intérêt moyen anticipé pour la France par la Commission européenne, sans toucher au reste du scénario.

**Le résultat parle de lui-même :**



Alors que dans le scénario central du rapport Arthuis, la dette publique suit une trajectoire explosive, **changer l'hypothèse de taux conduit l'endettement à se stabiliser et même à légèrement décroître** en fin de période, sans aucun effort supplémentaire ! Évidemment, cela changerait potentiellement la donne sur la stratégie budgétaire de sortie de crise...

Précisons que ce choix atypique n'est pas propre au rapport Arthuis : **cela fait des années que Bercy nous promet une hausse des taux du même ordre**, qui comme le montre le graphique ci-dessous ne s'est jusqu'à présent jamais produite.



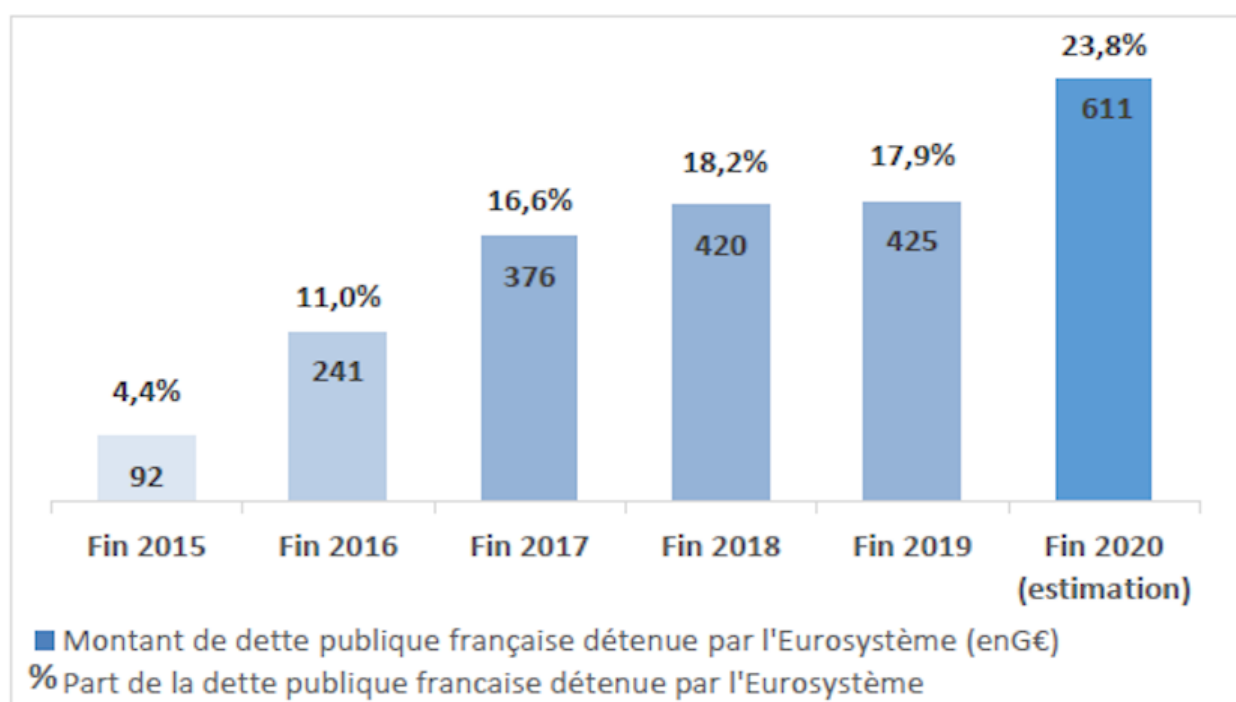
Du coup, vous allez me dire : mais peut-être que Bercy a raison cette fois ?

Il serait évidemment présomptueux de vouloir trancher le débat mais il me semble important de **comprendre pourquoi l'hypothèse du rapport Arthuis est aujourd'hui (très) minoritaire** parmi les économistes et les acteurs de marché.

Il nous faut pour cela commencer par **revenir sur les raisons pour lesquelles les taux sont aujourd'hui si bas**.

### **Si les taux sont bas, ce n'est pas seulement à cause des banquiers centraux**

**Spontanément, la plupart des gens croient que la faiblesse des taux s'explique très largement par l'action des banquiers centraux**, qui ont massivement acheté les titres de dette publique émis par les États ces dernières années - au point de détenir aujourd'hui près d'1/4 de la dette française.

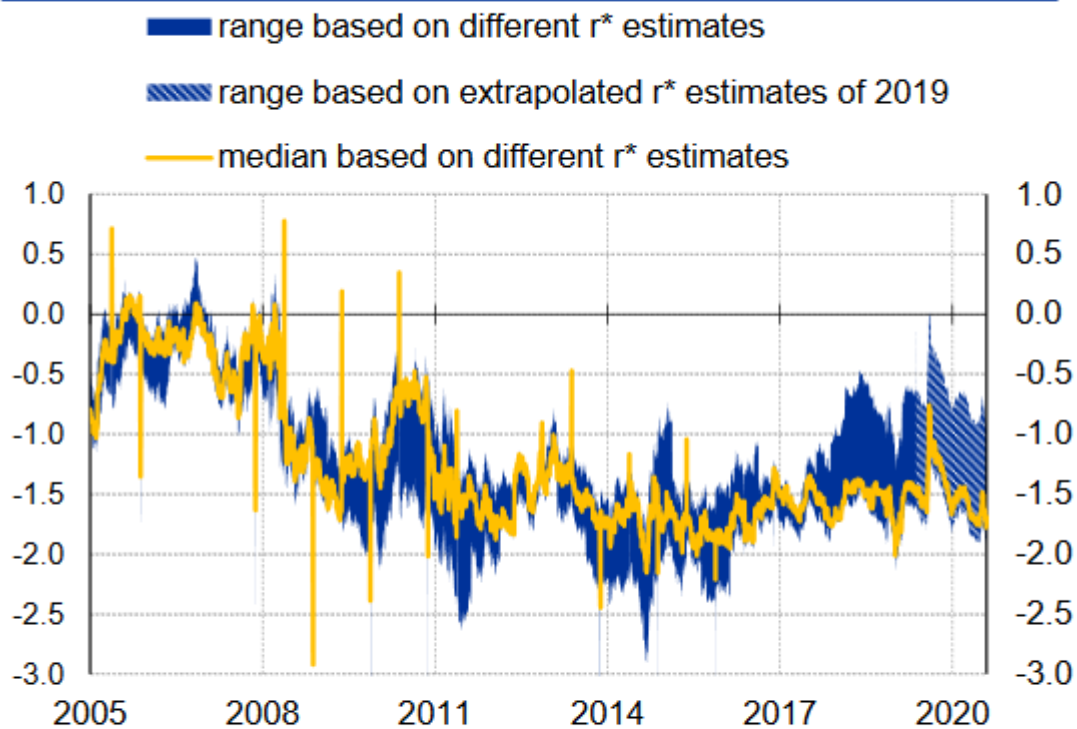


Pourtant, si cela a effectivement poussé les coûts d'emprunt à la baisse (c'est d'ailleurs le but !), on considère généralement que **"l'effet BCE" est en réalité assez limité**.

**Un simple calcul de coin de table permet de s'en faire une première idée**. Les études empiriques suggèrent qu'en zone euro, une hausse de l'endettement de 10 points de PIB conduit en règle générale à une hausse des taux de l'ordre de 0,3 à 0,4 point. Même en retenant l'hypothèse haute (0,4), cela signifie que si la dette française détenue par les banquiers centraux était remise sur le marché, on aurait une hausse des taux de l'ordre de  $0,4/10 * 23,8% * 115,7 = 1,1$  point de pourcentage.

Ce petit calcul est en réalité **assez proche des estimations beaucoup plus sophistiquées** dont on dispose. Par exemple, la BCE a estimé la semaine dernière que ses achats d'actifs réduisent le coût de financement à long terme des États de la zone euro de l'ordre de **1,5 point** :

## Long-term real interest rate gap in the euro area (percentage points)



Source: ECB.

Notes: The euro area long-term natural real rate gap is calculated as the 10y real OIS rate minus a measure of the natural long-term real rate. The real OIS rate is given by the difference of the nominal OIS and ILS rates. The long-term natural real rate measure is provided by the sum of an  $r^*$  estimate and the long-term average of the real term structure slope (10y-2y real OIS). The range and median result from different  $r^*$  estimates based on a suite of models (Brand, Goy, Lemke, 2020; Geiger, Schupp, 2018; Mertens, 2021). The white-blue shaded area marks a simple extrapolation of the latest available  $r^*$  estimates from Q3 2019.

Latest observation: 18 March 2021.

Sachant que la France emprunte à un taux légèrement négatif à dix ans, on voit bien que son “vrai” coût d’emprunt, sans intervention de la BCE, serait **très loin de la prévision de 3,1 % du rapport Arthuis**.

Cela peut paraître surprenant, car ceux qui ont un peu de mémoire se souviennent sans doute qu’**avant la crise financière, les taux français atteignaient encore 4 %**.

## France – 10 Years Bond Yield

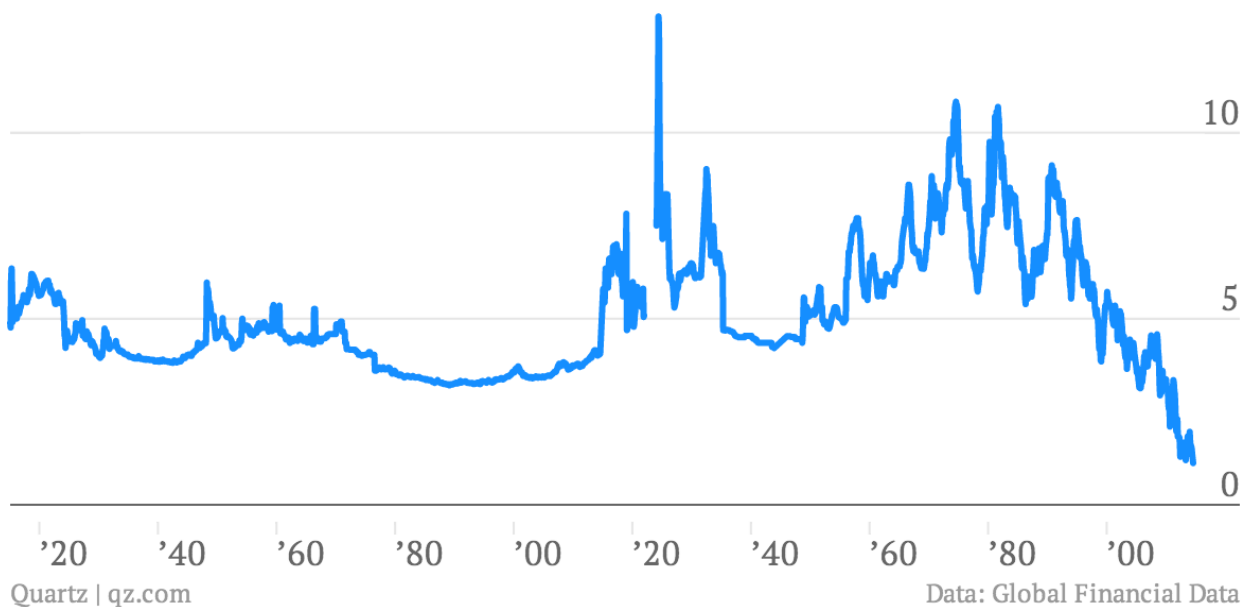


Que s'est-il donc passé ?

En réalité, il s'agit du **prolongement d'un mouvement continu de baisse des taux que l'on observe depuis les années 1980** (bien avant les achats d'actifs de la BCE, donc !) et qui se retrouve un peu partout à l'échelle mondiale. À la lumière du temps long, il est particulièrement saisissant :

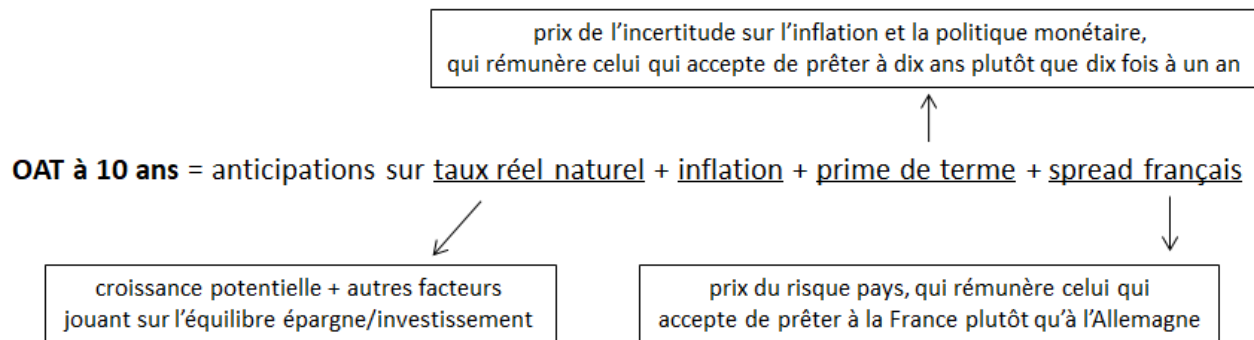
Long-term German bond yields: 1815-2014

15%



**C'est d'abord la hausse de l'épargne et la baisse de l'investissement qui expliquent la diminution des taux**

Pour comprendre ce qui s'est vraisemblablement passé, il faut repartir des déterminants traditionnels des taux d'intérêt.

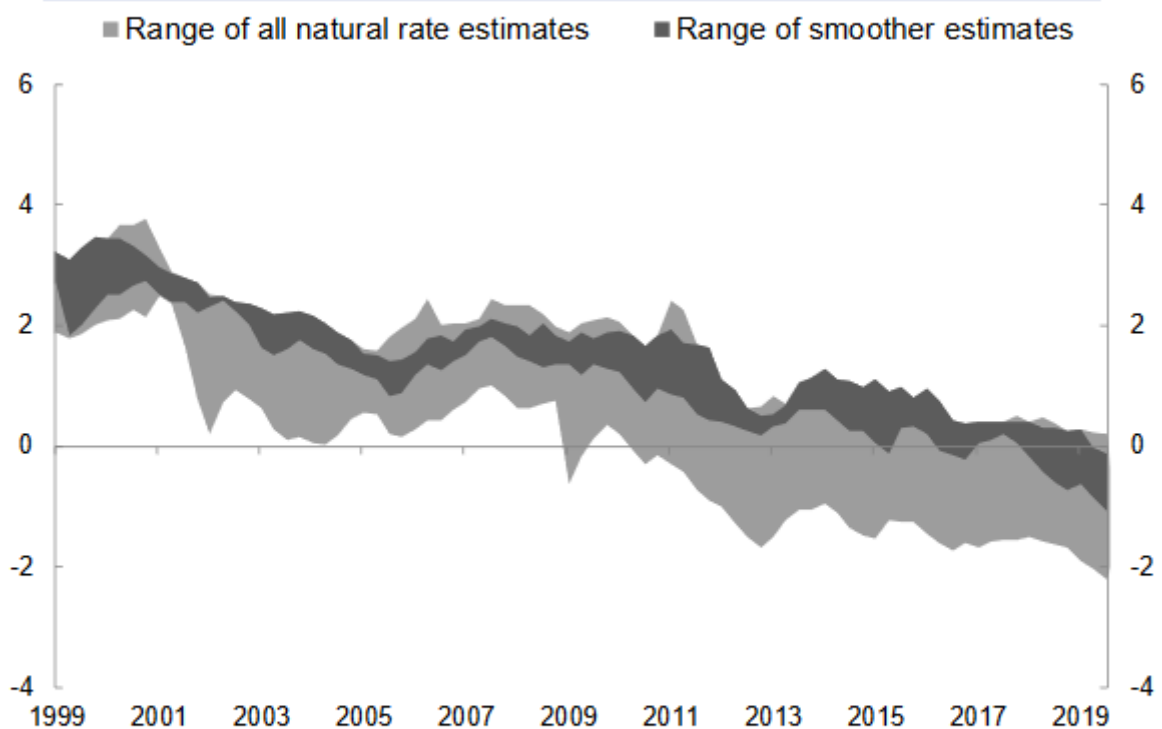


**Pour la France, le coût de financement “normal” à long terme**, qui serait observé en l'absence d'intervention de la politique monétaire, correspond à la somme des anticipations sur :

- **le taux réel naturel**, qui équilibre l'épargne et l'investissement ;
- **l'inflation**, car les prêteurs exigent légitimement qu'on leur compense l'effet de la hausse des prix ;
- **la prime de terme**, qui rémunère celui qui accepte de prendre le risque de vous prêter à long terme plutôt qu'à court terme ;
- **le spread**, qui compense le risque de prêter à la France plutôt qu'à un pays perçu comme encore plus sûr tel que l'Allemagne.

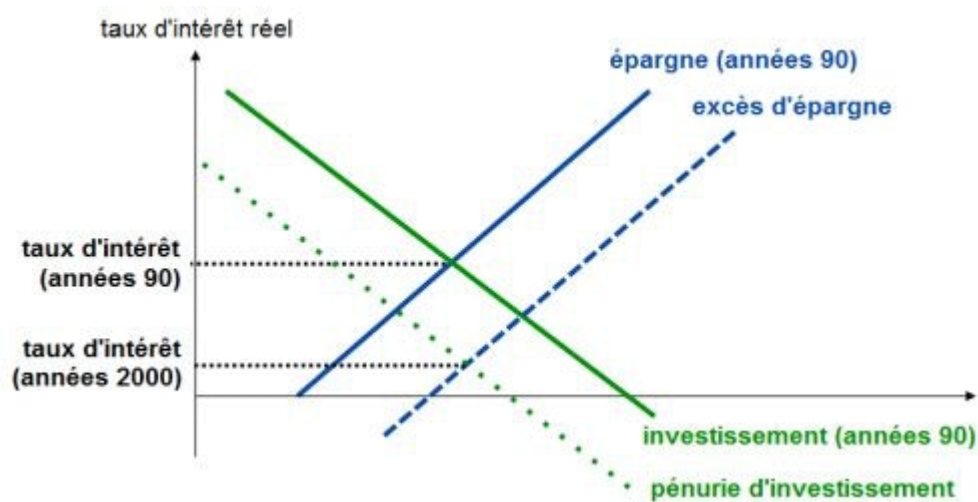
Vous l'aurez deviné, si les taux sont partout en baisse, c'est d'abord et avant tout parce que **la principale composante du taux “normal”, à savoir le “taux réel naturel”, est en chute libre**. D'après les principales estimations, il serait aujourd'hui négatif en France comme dans le reste de la zone euro :

## Estimates of euro area short-term equilibrium rate (percentages per annum)



Sources: WGEM Report "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", OP, No 217; Ajevskis (2018); Brand, Goy, Lemke (2020); Brand, Mazelis (2019); Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós, Sentana (2018); Geiger and Schupp (2018); Holston, Laubach, Williams (2017); Jarocinski (2017); Johannsen and Mertens (2021). Notes: Ranges span point estimates across models to reflect model uncertainty and no other source of  $r^*$  uncertainty. The dark shaded area highlights smoother  $r^*$  estimates that are statistically less affected by cyclical movements in the real rate of interest than the other estimates depicted in the chart.

Ce dernier dépend principalement de la croissance potentielle de l'économie mais aussi de **tous les autres facteurs jouant à la hausse et à la baisse sur l'épargne et l'investissement** (cela vous rappelle peut-être la fameuse "règle de Ramsey").



En l'espèce, **l'affaiblissement de la croissance n'explique qu'une part minoritaire de la chute du taux naturel**, comme l'illustre la décomposition proposée par le **FMI** pour la France :



**Quels sont donc les autres facteurs** jouant à la hausse sur l'épargne et à la baisse sur l'investissement ? Si la littérature diverge sur leur importance respective, on en distingue principalement trois :

- **le vieillissement démographique**, qui se traduit par un surcroît d'épargne (en prévision de l'allongement de la vie en retraite) et une baisse de l'investissement (car il n'y a plus besoin d'autant d'effort pour maintenir le capital/tête) ;
- **la montée des inégalités**, car les riches épargnent davantage que les pauvres ;
- **le *saving glut***, lié à la montée en puissance de pays émergents qui ont une faible propension marginale à consommer (comme par exemple la Chine, où l'on épargne beaucoup car la protection sociale collective est faible).

Sauf à penser que ces facteurs vont soudainement s'estomper d'ici 2027, il est donc **vraisemblable que le taux d'intérêt naturel de la France restera légèrement négatif** au cours des prochaines années.

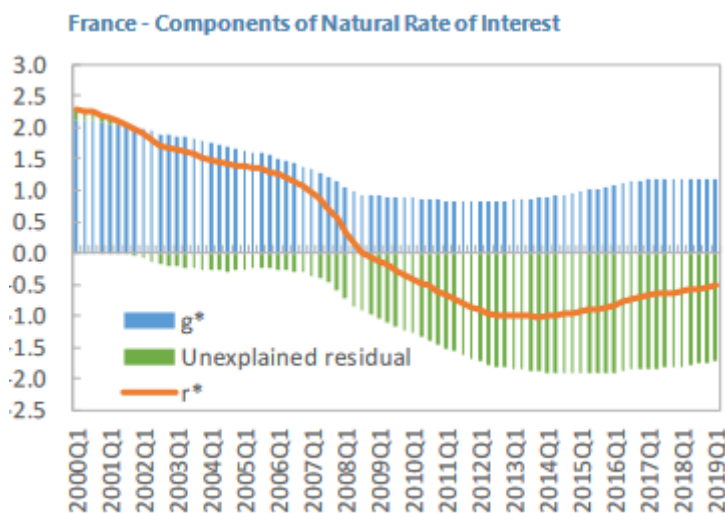
### Quel scénario de remontée des taux réaliste ?

Maintenant que l'on a fait le tour des principaux facteurs explicatifs du niveau actuel des taux, on peut plus facilement se faire un avis sur les prévisions... et **même s'amuser à bricoler notre propre scénario**.

Rappelez-vous qu'en 2027, les marchés prévoient que la France pourra emprunter à dix ans à 0,7 %, contre 1,4 % pour le *Consensus forecast* et 3,1 % pour le rapport Arthus.

De mon côté, voilà ce que je vous propose comme hypothèse centrale pour le **taux "normal"** :

- **un taux réel naturel de court terme qui reste à - 0,5 %**, ce qui correspond à l'estimation du FMI pour la France déjà présentée plus haut ;
- **une prévision d'inflation de 1,6 %**, soit la moyenne des prévisions actuelles des marchés (1,5 %) et des conjoncturistes (1,7 %) à long terme en zone euro ;
- **une prime de terme de 0,5 %**, soit le niveau moyen observé en France avant la crise financière de 2008 ;



- **une prime de risque par rapport à l'Allemagne** qui reste à son niveau actuel, soit environ 0,3 %.

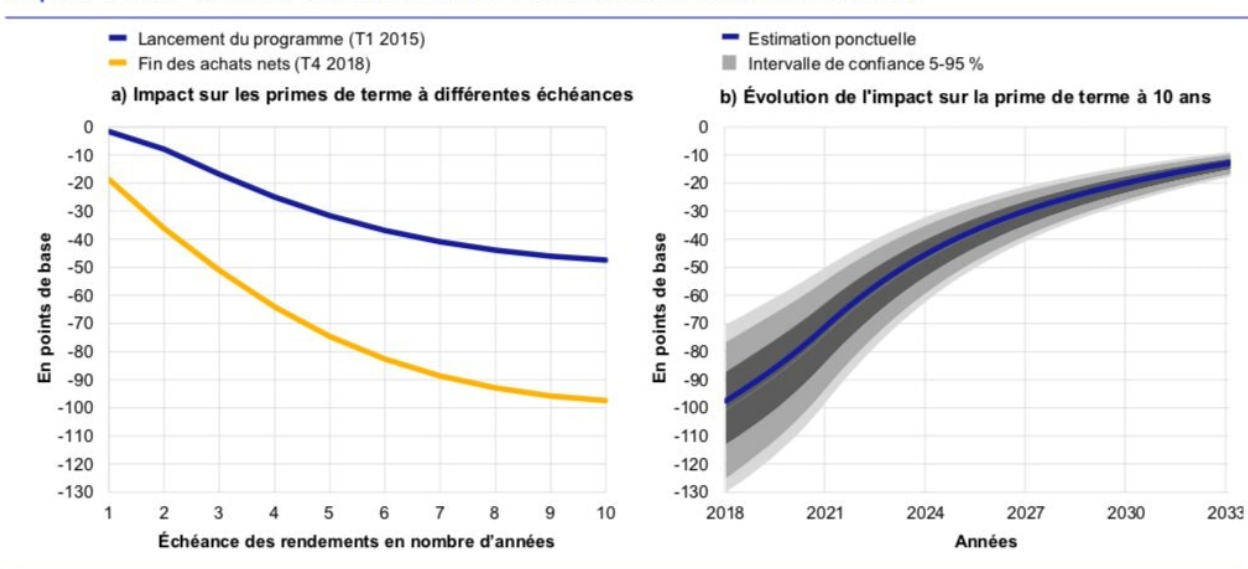
On arrive donc très grossièrement à un **taux "normal" de l'ordre de 1,9 %** ( $- 0,5 + 1,6 + 0,5 + 0,3 = 1,9$ ).

**Il faut soustraire à cela ce qui restera de "l'effet BCE" en 2027, dont je vous rappelle qu'il est actuellement estimé à - 1,5 % environ.**

En effet, la BCE a pris l'engagement de ne pas commencer à revendre les titres acquis pendant la crise sanitaire avant fin 2023 et ne le fera ensuite que **très progressivement**.

Pour vous donner un ordre d'idée, lors de l'arrêt temporaire des achats d'actifs en 2018, les marchés anticipaient que l'effet baissier sur les taux mettrait **15 ans à se dissiper** :

#### Impact estimé de l'APP sur les rendements souverains dans la zone euro



Source : À partir de Eser, Lemke, Nyholm, Radde et Vladu (2019).

Notes : La partie gauche montre l'ampleur estimée de la compression, due à l'APP, de la composante prime de terme des rendements souverains assortis d'échéances comprises entre un an et dix ans dans la zone euro, au moment de l'introduction de l'APP (T1 2015) ainsi qu'à la fin de la phase d'achats nets en décembre 2018. La partie droite indique l'évolution des estimations ponctuelles de la compression des primes de terme des rendements à dix ans. L'intervalle de confiance reflète une incertitude liée aux paramètres autour de ces estimations ponctuelles, construite à l'aide des techniques de rééchantillonnage bootstrap/Monte Carlo. Les rendements de la zone euro sont représentés par les rendements zéro coupon pondérés du PIB des quatre principales juridictions de la zone.

En retenant le même rythme (1,5 % par an sur 15 ans, soit 0,1 % par an), "l'effet BCE" resterait donc de l'ordre de 1,1 % en 2027, ce qui porterait donc l'OAT 10 ans à 1,9 % (taux normal) - 1,1 % (effet BCE) = **0,8 %**.

Soit **quasiment l'estimation des marchés**, qui était je vous le rappelle de 0,7 % (promis, je ne l'ai pas fait exprès ;-)

Évidemment, en changeant un peu les paramètres, on peut se rapprocher de l'estimation de 1,4 % des instituts de conjoncture et des banques. En revanche, **j'ai vraiment du mal à voir comment on pourrait arriver si vite aux 3,1 % du rapport Arthuis**.

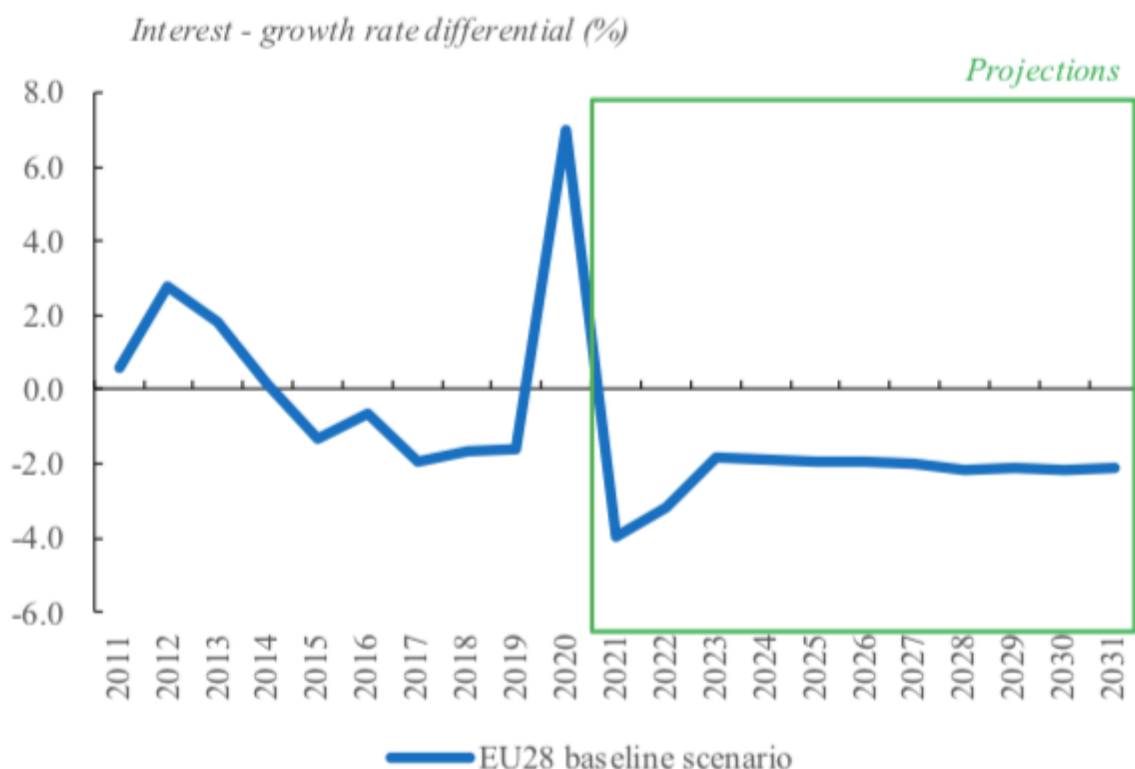
**Or le problème, c'est que cette hypothèse n'est justifiée nulle part dans le rapport, alors que ses conclusions en dépendent fortement.** Précisons au passage qu'il aurait été tout à fait légitime de présenter un "stress test" où les taux remontent beaucoup plus fortement qu'on ne le pense, compte tenu de l'incertitude en la matière. Ce qui est très discutable, c'est d'en faire son scénario central, sans le justifier ni tester d'autres hypothèses plus proches des estimations consensuelles.

Paradoxalement, c'est peut-être le meilleur argument en faveur de l'une des propositions de la commission Arthuis, qui consiste à **renforcer le rôle de contre-expertise du Haut Conseil des finances publiques.**

Plus fondamentalement, ce petit exercice de réflexion suggère que la dette française pourrait **ne pas se retrouver sur une trajectoire explosive** en sortie de crise, qu'un **effort raisonnable** devrait permettre de la stabiliser à moyen terme et que les marges de manoeuvre offertes par les taux bas pour **soutenir l'économie et investir dans l'avenir** seront encore là pour plusieurs années.

Mais pour réfléchir à ces questions, il faut d'abord accepter de se confronter à un monde où le taux d'emprunt **devrait rester durablement inférieur à la croissance.**

Graph 3.5: **Interest rate - growth rate differential(%), outturn and projected values in the baseline (based on the implicit interest rate)**



**Source:** Commission services.

♡ 2    💬 1    📄

[← Previous](#)