

Flash Economie

23 juillet 2019 - 1014

Que se passe-t-il quand il se crée un écart durable entre le taux d'intérêt réel et la productivité marginale du capital ? L'exemple de la zone euro

Dans la zone euro, le taux d'intérêt réel à long terme est aujourd'hui beaucoup plus bas que la productivité marginale du capital, alors que, à long terme, ces deux grandeurs devraient être égales. Ceci peut venir de la politique monétaire expansionniste, de l'excès d'épargne, de l'aversion élevée pour le risque.

Quels sont alors les ajustements possibles ?

- une forte augmentation de l'investissement et de l'accumulation de capital qui fasse baisser la productivité marginale du capital ;
- des ventes d'obligations par les investisseurs, qui basculent vers d'autres classes d'actifs, qui fassent monter le taux d'intérêt réel à long terme.

Mais il n'est pas possible qu'à long terme une divergence subsiste entre le taux d'intérêt réel à long terme et la productivité marginale du capital.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

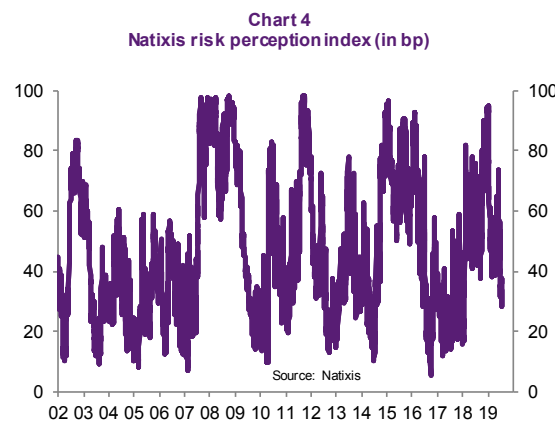
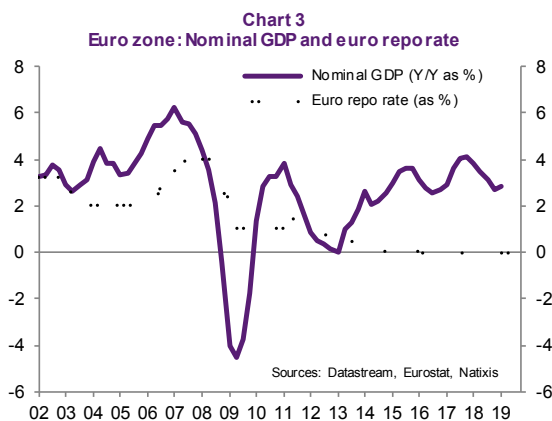
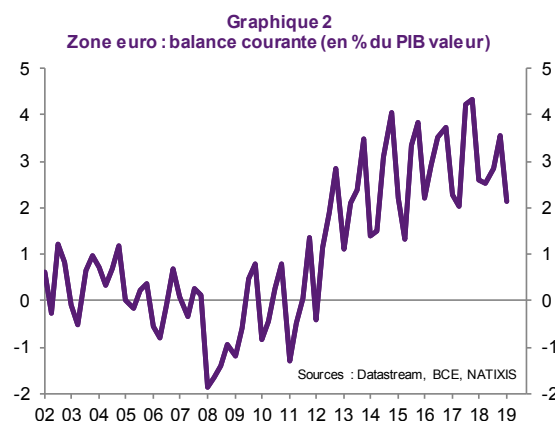
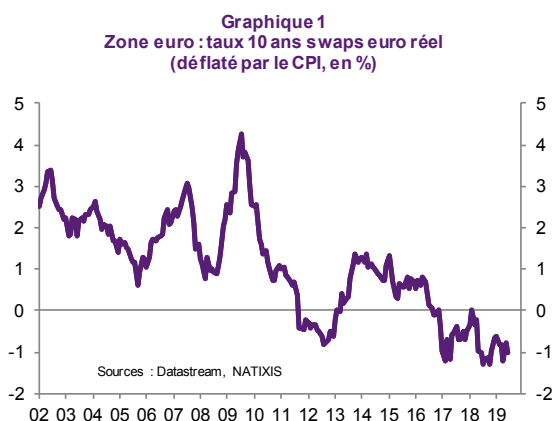
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Taux d'intérêt réel à long terme inférieur à la productivité marginale du capital dans la zone euro

Le taux d'intérêt réel à long terme (graphique 1) est très faible dans la zone euro, ce qu'on peut attribuer :

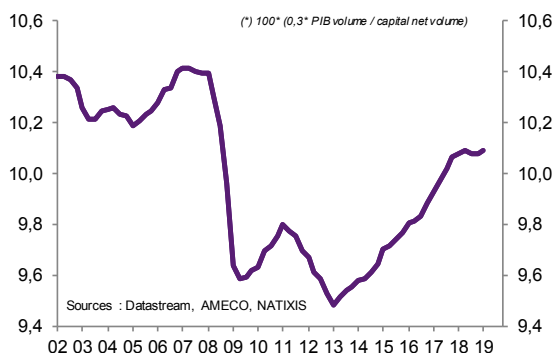
- à l'excès d'épargne (graphique 2) ;
- à la politique monétaire expansionniste (graphique 3) ;
- au niveau élevé de l'aversion pour le risque (graphique 4).



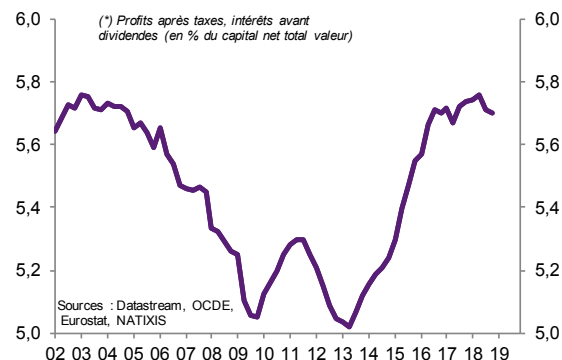
Le point important est que le taux d'intérêt réel à long terme de la zone euro (graphique 1) est nettement inférieur à la productivité marginale du capital, qu'on peut approximer par :

- la productivité moyenne du capital (graphique 5) ;
- le rendement du capital (graphique 6) ;
- qu'il faut l'un et l'autre réduire de l'amortissement du capital (graphique 7).

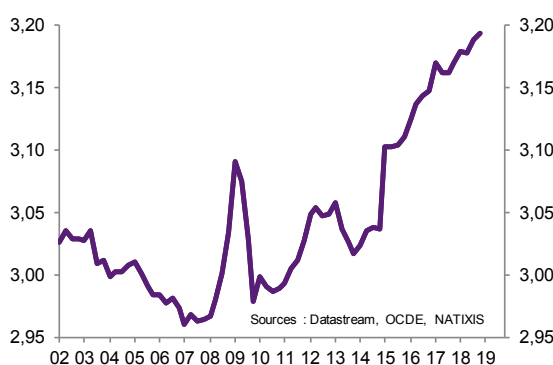
Graphique 5
Zone euro : productivité moyenne du capital* (en %)



Graphique 6
Zone euro : ROACE* (en %)



Graphique 7
Zone euro : amortissement du capital (en %)

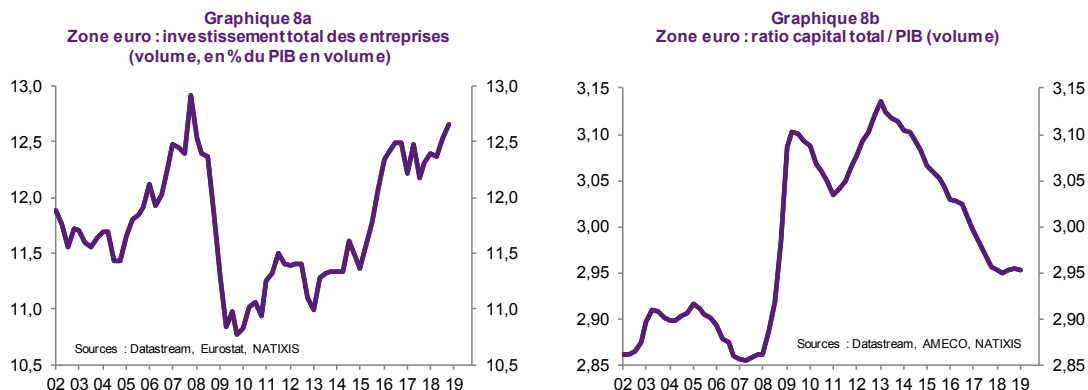


Pourtant, le taux d'intérêt réel à long terme et la productivité marginale du capital devraient être égaux

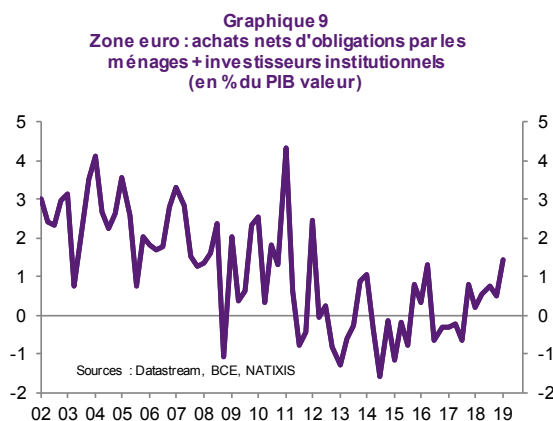
A long terme, le taux d'intérêt réel à long terme et la productivité marginale du capital devraient être égaux. **Pourtant, aujourd'hui la productivité marginale du capital nette de l'amortissement du capital est dans une fourchette de 3 à 7% et le taux d'intérêt réel à long terme de -1%.**

Il va alors nécessairement apparaître un mécanisme de correction qui va assurer la convergence entre la productivité marginale du capital et le taux d'intérêt réel à long terme et qui peut être :

- soit une hausse de l'investissement et de l'intensité capitaliste (graphiques 8a/b) réduisant la productivité marginale du capital ; ce qu'on voit peut-être commencer ;



- soit des ventes massives d'obligations par les investisseurs (le graphique 9 montre que, aujourd'hui, ce n'est pas du tout le cas) qui fassent monter le taux d'intérêt réel à long terme.



Synthèse : il ne peut pas subsister un écart à long terme entre le taux d'intérêt réel à long terme et la productivité marginale du capital

Puisqu'aujourd'hui le taux d'intérêt à long terme est nettement plus bas que la productivité marginale du capital, il y aura nécessairement une convergence assurée :

- soit par une forte hausse de l'intensité capitalistique et la baisse de la productivité marginale du capital ;
- soit par de fortes ventes d'obligations par les investisseurs et la hausse du taux d'intérêt réel à long terme.