

## Quel profil dans le futur pour les taux d'intérêt à long terme ?

Les taux d'intérêt à long terme sur les dettes publiques (aux Etats-Unis, en Europe) sont aujourd'hui anormalement bas, compte tenu du niveau des déficits publics, grâce à l'acquisition des dettes publiques par les Banques Centrales (domestiques et étrangères au travers de l'accumulation de réserves de change), grâce à la monétisation des dettes publiques, et grâce aussi, comme on l'a vu au Japon, à l'acquisition des dettes publiques par les banques et les investisseurs institutionnels.

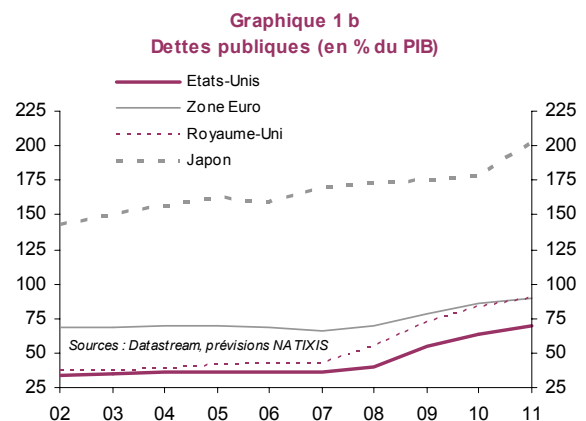
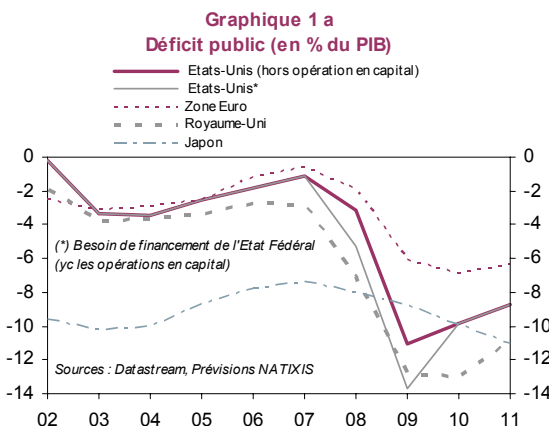
La remontée des taux d'intérêt à long terme devrait se faire en deux étapes :

- **Etape 1 :** quand (à 2-3 ans ?) les Banques Centrales de certains grands pays émergents (la Chine en particulier) et exportateurs de pétrole arrêteront de stabiliser leurs devises par rapport au dollar ; ils arrêteront alors d'accumuler des réserves, donc d'acheter des titres publics (américains et aussi européens). Cette première étape pourrait consister en une hausse de 150 points de base de la pente de la courbe des taux d'intérêt sur le dollar, 100 points de base sur l'euro, 160 points de base sur la livre sterling.
- **Etape 2 :** quand (à 5-7-10 ans ?) l'inflation réapparaîtra avec la hausse des prix des matières premières, la hausse des coûts de production dans les pays émergents, l'excès de liquidité.

Nous essayons d'imaginer le profil des taux d'intérêt à long terme dans les 10 prochaines années.

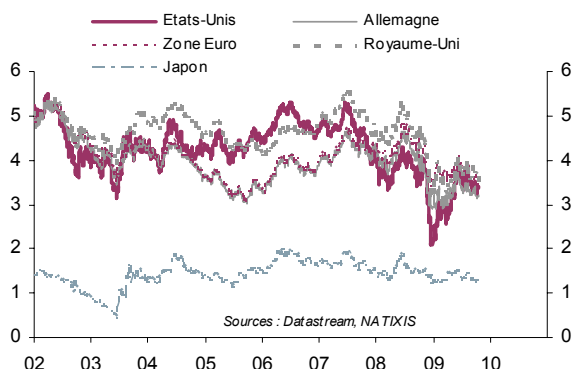
### 1 – Taux d'intérêt à long terme aujourd'hui anormalement bas

Les déficits publics vont rester longtemps considérablement élevés, avec la croissance modeste qui est attendue (graphique 1 a) et les taux d'endettement publics vont continuer à augmenter (graphique 1 b).

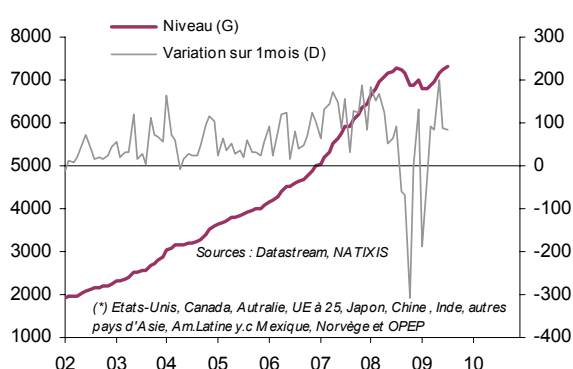


Cependant, les taux d'intérêt à long terme sur les dettes publiques restent bas (graphique 2), compte tenu de cette perspective pour les taux d'endettement publics.

**Graphique 2**  
Taux 10 ans Emprunts d'Etat



**Graphique 4 a**  
Monde\* : Réserves de change ( Mds de \$)



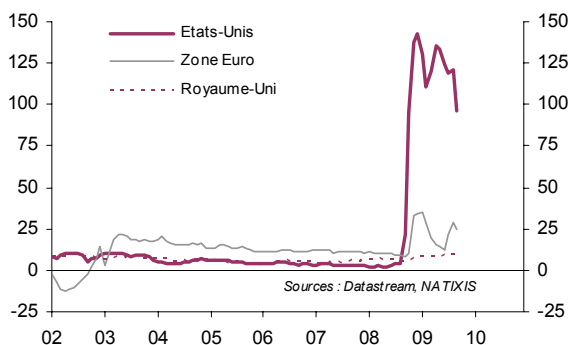
L'analyse économétrique montre qu'une hausse de 1 point par an du taux d'endettement public par rapport au PIB devrait conduire à une hausse de 20 points de base de la pente de la courbe des taux d'intérêt entre le 2 ans et le 10 ans, ce qui ne s'est pas produit. **On peut donc considérer que les taux à 10 ans sur les treasuries sont anormalement bas de 150 points de base, ceux sur les titres publics de la zone euro en moyenne de 100 points de base, ceux sur les Gilts britanniques de 160 points de base.**

**2 – Explication des taux d'intérêt à long terme bas : monétisation des dettes publiques et carry-trades**

L'explication de ce bas niveau des taux d'intérêt à long terme malgré les déficits publics est claire : **les dettes publiques sont monétisées par les Banques Centrales :**

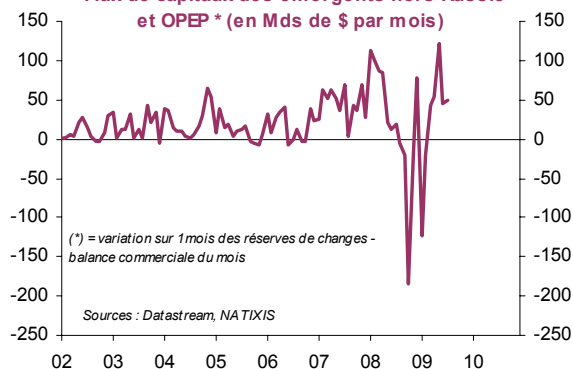
- d'une part par les politiques monétaires des pays de l'OCDE, avec les achats et prises en pension de titres publics par les Banques Centrales qui expliquent la croissance des bilans des Banques Centrales (graphique 3) ;

**Graphique 3**  
Base monétaire (en monnaie nationale, GA en %)



- d'autre part par l'accumulation de réserves de change dans les pays émergents et exportateurs de matières premières (graphique 4 a), qui est à nouveau très rapide depuis le 2° trimestre 2009 avec l'arrêt des rapatriements de capitaux depuis les pays émergents (graphique 4 b).

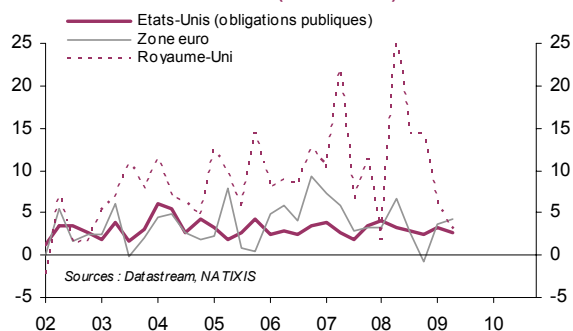
**Graphique 4 b**  
Flux de capitaux des émergents hors Russie et OPEP\* (en Mds de \$ par mois)



Puisque les Banques Centrales achètent ces quantités importantes de dette publique, les taux d'intérêt à long terme ne réagissent pas à la hausse des déficits publics.

Ceci se voit aussi à l'importance des flux acheteurs d'obligations aux Etats-Unis et en Europe depuis les pays émergents (graphique 5).

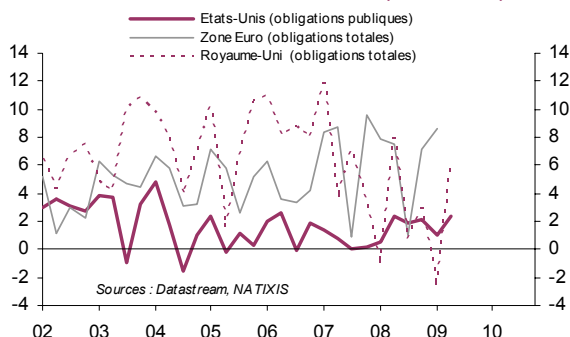
**Graphique 5**  
Achats nets d'obligations par les non résidents (en % du PIB)



En plus de ces achats d'obligations par les banques centrales, la demande de titres publics est aussi stimulée par les positions de carry-trades des banques et des investisseurs institutionnels dues au très bas niveau des taux d'intérêt à court terme (graphique 6).

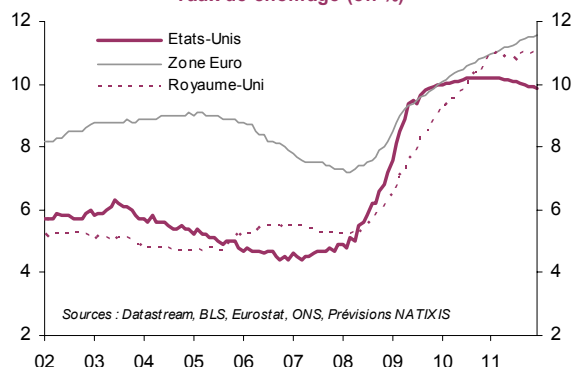
Graphique 6

Achats nets d'obligations par les banques et les investisseurs institutionnels (en % du PIB)



Graphique 8 a

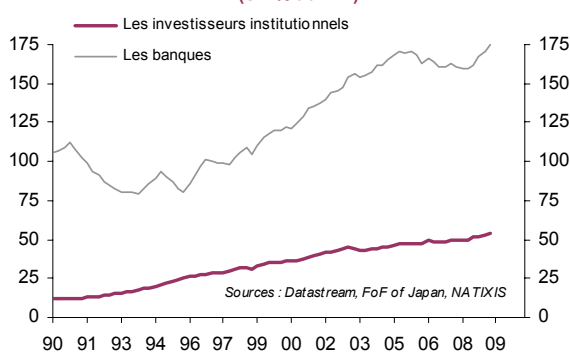
Taux de chômage (en %)



On sait que c'est de cette manière que l'énorme dette publique du Japon a été financée depuis 20 ans (graphiques 7 a/b).

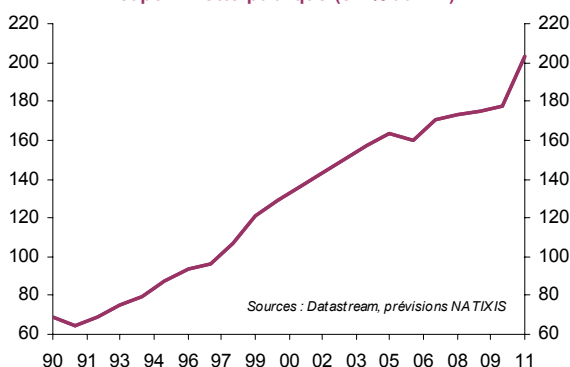
Graphique 7 a

Japon : Encours d'obligations détenu par (en % du PIB)



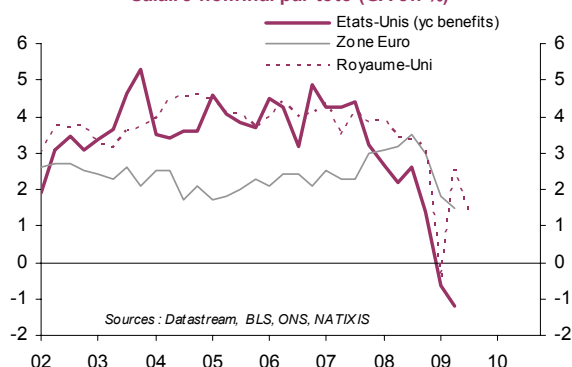
Graphique 7 b

Japon : Dette publique (en % du PIB)



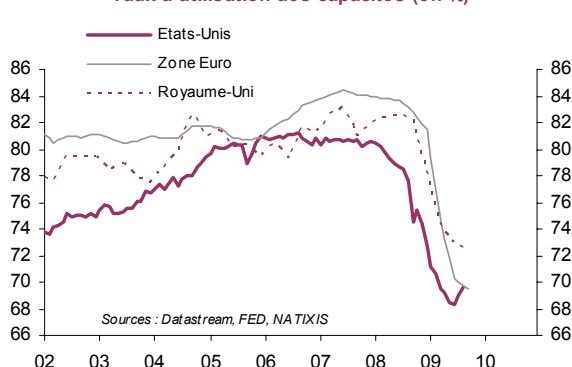
Graphique 8 b

Salaire nominal par tête (GA en %)



Graphique 8 c

Taux d'utilisation des capacités (en %)



Mais on sait qu'à long terme (5 ans/10 ans ?) il est très probable que l'inflation va revenir avec :

3 – Retour à long terme de l'inflation

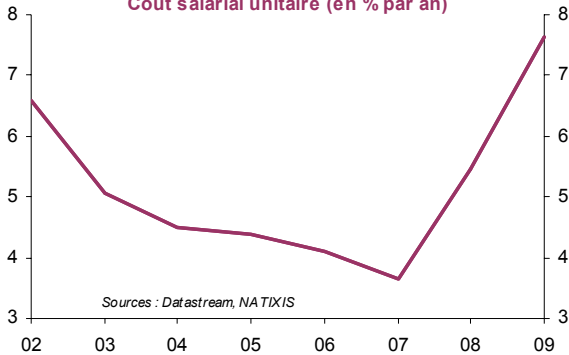
L'autre facteur, en plus des déficits publics, qui peut affecter le niveau des taux d'intérêt à long terme est évidemment l'inflation.

Pour plusieurs années, l'inflation n'est absolument pas une menace dans les pays de l'OCDE, avec

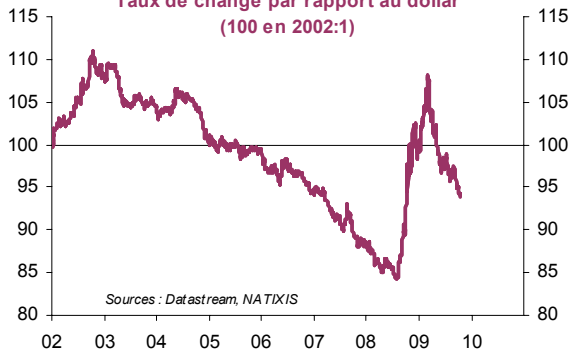
- la hausse des taux de chômage (graphique 8 a) ;
- la faiblesse des salaires (graphique 8 b) ;
- la sous-utilisation des capacités (graphique 8c).

- la hausse des coûts salariaux dans les pays émergents (graphique 9 a) ;
- l'appréciation des devises des pays émergents (graphique 9b) ;
- la hausse des prix des matières premières avec la croissance rapide de la demande de matières premières dans les pays émergents (graphiques 9 c/d).

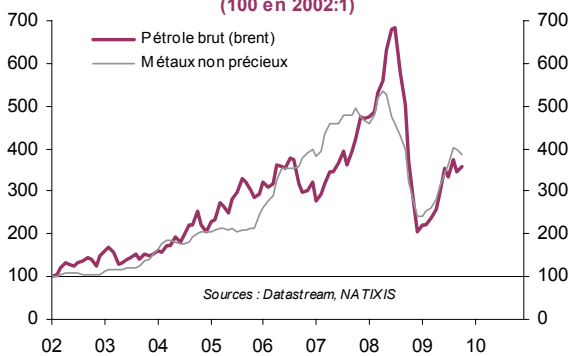
**Graphique 9 a**  
Ensemble des émergents y c Russie et OPEP :  
Coût salarial unitaire (en % par an)



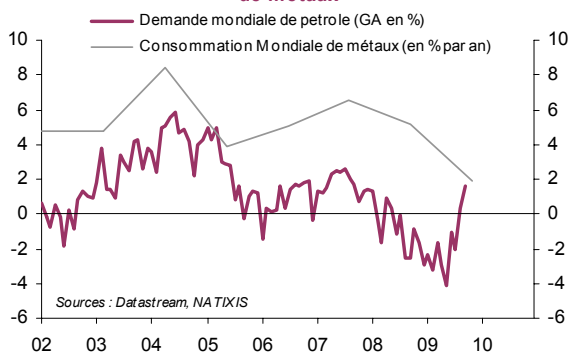
**Graphique 9 b**  
Ensemble des émergents y c Russie+OPEP :  
Taux de change par rapport au dollar  
(100 en 2002:1)



**Graphique 9 c**  
Prix spot des matières premières en dollars  
(100 en 2002:1)



**Graphique 9 d**  
Monde : demande de pétrole et consommation  
de métaux



**4 – Au total, les deux étapes dans la remontée des taux d'intérêt à long terme**

On l'a vu plus haut, les taux d'intérêt à long terme sont aujourd'hui anormalement bas (graphique 2) compte tenu des perspectives pour les dettes publiques (graphique 1 b).

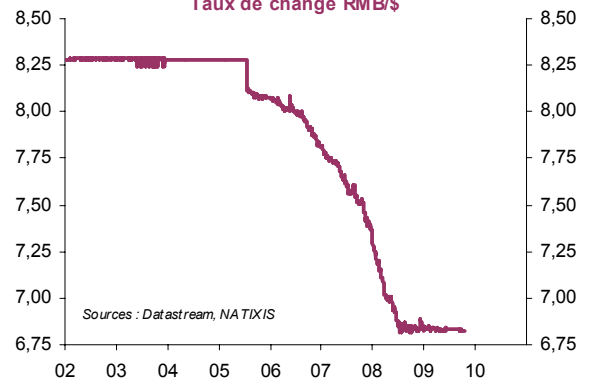
Quels seront les facteurs dans le futur de la remontée des taux d'intérêt à long terme ?

**Etape 1**

- d'abord (2 ans, 3 ans ?) l'arrêt de la monétisation des dettes publiques par les banques centrales.

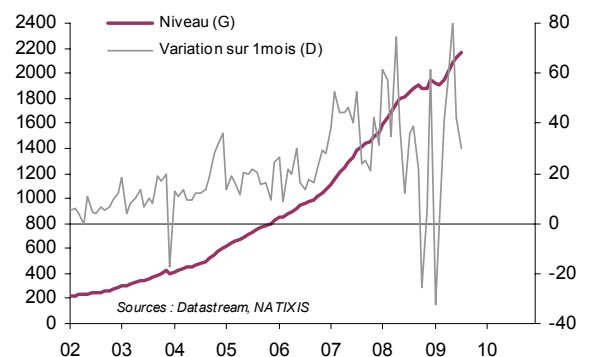
Le risque le plus clair ici est l'arrêt de la politique de fixité du change du RMB chinois par rapport au dollar, débutée en juin 2008 (graphique 10).

**Graphique 10**  
Taux de change RMB/\$



Ceci signifierait l'arrêt de l'accumulation de réserves de change en Chine (graphique 11), d'où un fort recul de la demande d'obligations.

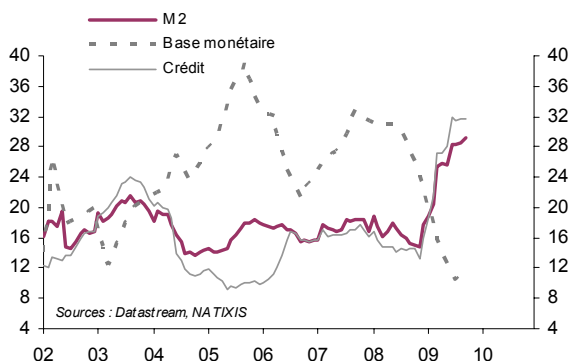
**Graphique 11**  
Chine : Réserves de change (en Mds de \$)



Ce changement de politique de change pourrait être motivé par les inconvénients du régime de changes fixes : l'accumulation de réserves de change en Chine (et dans les autres pays émergents) entraîne un excès de croissance de la liquidité et du crédit (graphique 12).

Graphique 12

Chine : Crédit et masse monétaire (GA en %)



Etape 2

- ensuite (5 ans/10 ans ?) effets de l'inflation de long terme (avec la hausse des prix des importations des pays de l'OCDE et les effets de l'excès de liquidité) sur les taux d'intérêt à long terme.

On peut imaginer à titre purement indicatif le profil suivant pour les taux d'intérêt à long terme.

	Aujourd'hui	Dans 3 ans	Dans 7 ans
Etats-Unis	3,40	4,90	6,00
Allemagne	3,20	4,20	5,30
Royaume-Uni	3,50	5,10	6,20

A court terme, même si les Banques Centrales des pays de l'OCDE, remontent un peu leurs taux fin 2010, les achats des Banques Centrales dans ce cas persistent.