Le bas niveau des taux longs, fatalité démographique ou aberration ?

V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

9 janvier 2015

La chute généralisée des taux des emprunts d'Etat de ces dernières années est souvent perçue comme le reflet d'un phénomène inéluctable, coïncident au processus de vieillissement démographique planétaire. Cette fatalité qui voudrait que des économies vieillissantes voient naturellement le niveau de leur taux d'intérêt s'ajuster à celui d'une croissance tendanciellement plus faible, à l'image de l'expérience japonaise de ces quinze dernières années, est, pourtant, largement discutable. Si le coût du capital est, en effet, l'expression du rapport des capacités aux besoins de financement, alors des sociétés vieillissantes, par nature moins pourvoyeuses d'épargne, ne seraient-elles pas plus propices à une remontée du coût de celui-ci plutôt que l'inverse ? Au moment où l'évolution des marchés obligataires internationaux semble prendre un tour de plus en plus structurel, les enseignements de la relation entre les fondements démographiques et le niveau des taux d'intérêt à long terme sont assez largement incontournables à qui recherche des points d'ancrage structurels.

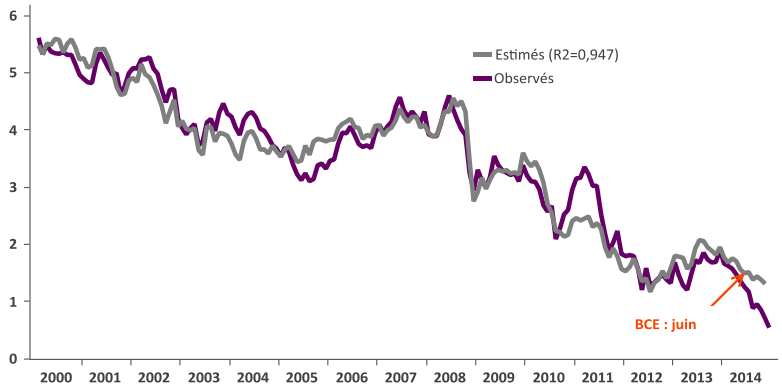
2015 : le défi obligataire, encore

2015 semble bien partie pour être une nouvelle année de grandes incertitudes sur les marchés obligataires. Après avoir pris à contre-pied la plupart des prévisionnistes l'an dernier, le mouvement d'écrasement des taux d'intérêt à long terme s'est amplifié ces dernières semaines, propulsant ces derniers vers des niveaux que mêmes les plus pessimistes, desquels nous sommes généralement considérés, n'avaient osé anticiper. Les questionnements dès lors ne manquent pas. Des taux à 10 ans allemands inférieurs à 1 %, voire 50 bp, peuvent-ils être considérés comme la norme de long terme ? Les taux américains pourraient-ils retrouver leur bas niveau du début de l'année 2013 dans les prochains mois et pour combien de temps ? Cet environnement modifie-t-il la fonction de réaction de la Fed et à quel prix ? Enfin, le bas niveau des taux longs, dont on voit mal comment il tient compte du risque de signature que suggère aujourd'hui le haut niveau de dette des États, est-il l'expression d'une gigantesque bulle dont la responsabilité incomberait aux politiques des banques centrales et dont l'éclatement, à terme, préfigurerait une remontée potentiellement violente ?

Difficile d'apporter des réponses assurées à chacune de ces questions. Mais avançons quelques pistes.

- L'accélération à la baisse des taux longs semble trouver son origine dans la combinaison de deux phénomènes ces derniers mois : l'anticipation d'un quantitative easing de la BCE, d'une part, la dégradation des perspectives mondiales d'inflation, de l'autre. Le premier point est illustré par le résultat de nos estimations de rendement des Bunds allemands, dont on observe qu'elles se déconnectent assez clairement de la tendance des marchés depuis le mois de juin, date à partir de laquelle M. Draghi a commencé à communiquer sur un vraisemblable programme d'achat de titres publics.

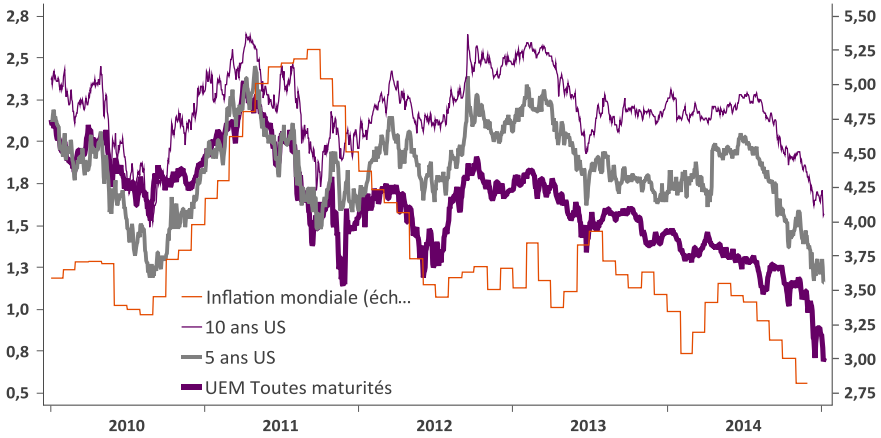
Taux à 10 ans du Bund allemand



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le même phénomène avait été observé dans les premiers temps du QE#3 de la Fed début 2013 et n'est guère surprenant dès lors qu'intervient un acheteur externe, insensible aux prix des actifs, dont l'action est précisément de forcer les évolutions spontanées de marché. Par ailleurs, l'accélération du décrochage des anticipations d'inflation de moyen-long terme, a largement relayé le mouvement de baisse des taux ces dernières semaines.

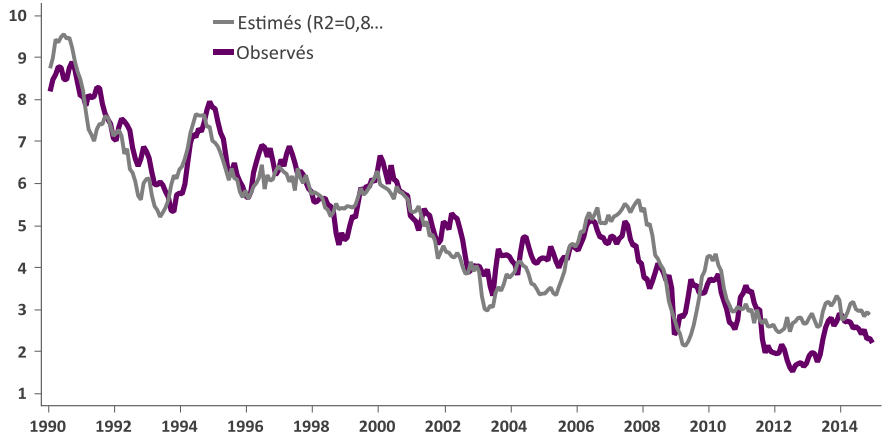
Inflation mondiale et point mort des emprunts d'État indexés



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- Les taux longs américains ne sont pas immunisés. L'inflation mondiale est une variable significative de l'évolution des taux longs américains, dont dépendent dans une large mesure l'inflation américaine et, de facto, la politique de la Fed. La marge d'écartement du marché obligataire américain de ceux du reste du monde est donc limitée, notamment dans la situation présente, en dépit de l'amélioration évidente de la situation conjoncturelle américaine ces derniers mois. Les injections de liquidités de la Fed ont, en effet, largement imprégné les marchés mondiaux depuis la fin 2012 : la Fed ne peut donc agir sans prendre en considération la situation internationale, ce qui réduit à l'évidence sa marge d'action, quand l'environnement domestique américain pose également un certain nombre de questions sur sa capacité à faire face à une hausse des taux longs, notamment sur le front immobilier. On notera à ce titre que notre estimation des T-Bonds à 10 ans, dont le modèle prend en considération l'inflation mondiale, ne suggère pas d'anomalie hors norme du niveau des taux présents compte-tenu de ce que l'on sait par ailleurs des évolutions probables de l'inflation dans les mois à venir en réaction au contrechoc pétrolier.

T-Bonds à 10 ans américains



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

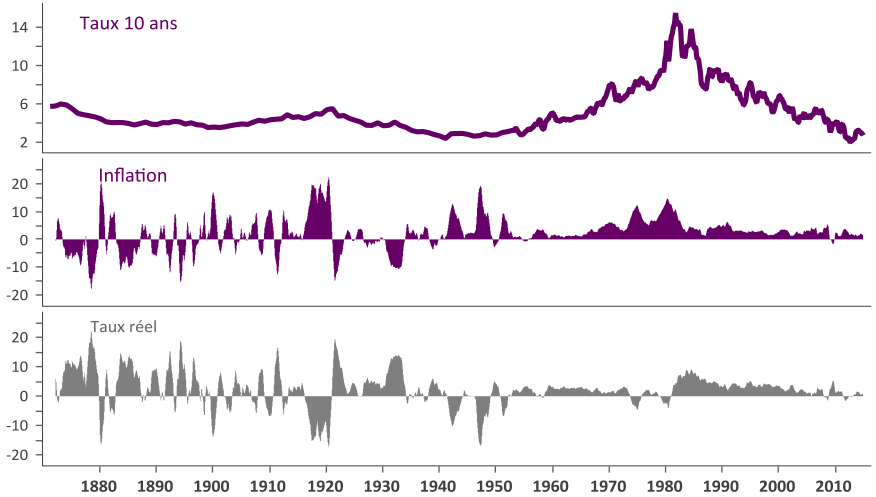
Force est dès lors de constater que le faible niveau persistant des taux longs n'est pas outre mesure surprenant, que ce soit en Europe ou aux Etats-Unis. La mise en place effective d'un QE par la BCE sur fond d'écrasement des taux d'inflation mondiaux dans les prochains mois risque fort dans ce cas de consolider la tendance à la baisse de ces dernières semaines. D'ici le mois d'avril, l'inflation sera, en effet, négative dans la plupart des pays industrialisés, aux États-Unis, en Zone euro ou au Japon ainsi que dans bon nombre de pays émergents, d'Asie du Sud notamment...

Nouvelle norme ?

L'idée est assez largement répandue qu'une telle configuration pourrait constituer une nouvelle norme, donc un phénomène durable susceptible de caractériser plus que quelques années. L'analyse de long terme des tendances de marché conforte, à certains égards cette vision. On peut effectivement considérer que, si anomalie il y a eue, c'est au cours du demi-siècle écoulé qu'elle s'est produite avec des niveaux de taux d'intérêt exorbitants depuis le milieu des années soixante en comparaison de ce qu'ils ont été avant cette période (voir graphique ci-après). Un niveau de taux à 2 %, voire moins en période de faible inflation, pourrait donc être

considéré comme un retour à la norme passée pour les Etats-Unis dans un contexte, qui plus est, de vieillissement démographique, américain et mondial.

Taux longs, inflation et taux réel sur le long terme aux Etats Unis



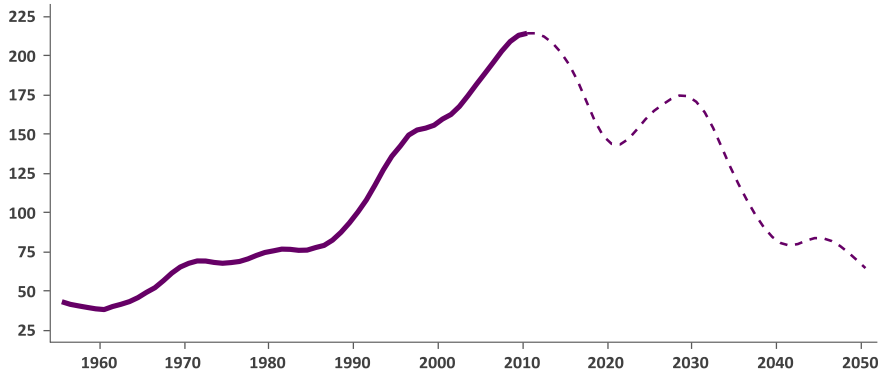
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Notre compréhension des interférences entre les changements de structures démographiques et le coût du capital ne conduit pas forcément à la même conclusion, cependant.

C'est en effet principalement par l'avancée dans l'âge des populations à fort potentiel d'épargne que devrait s'exercer l'influence du vieillissement démographique sur la détermination du coût du capital. Synonyme de raréfaction de la formation d'épargne à l'échelle mondiale, ce phénomène ne pourrait laisser place à une baisse des taux d'intérêt que s'il s'accompagnait d'une raréfaction proportionnelle des besoins de financements. Or, nous savons que tel ne sera pas le cas et que nos systèmes de protection sociale et de retraite continueront à solliciter d'importantes ressources en capital.

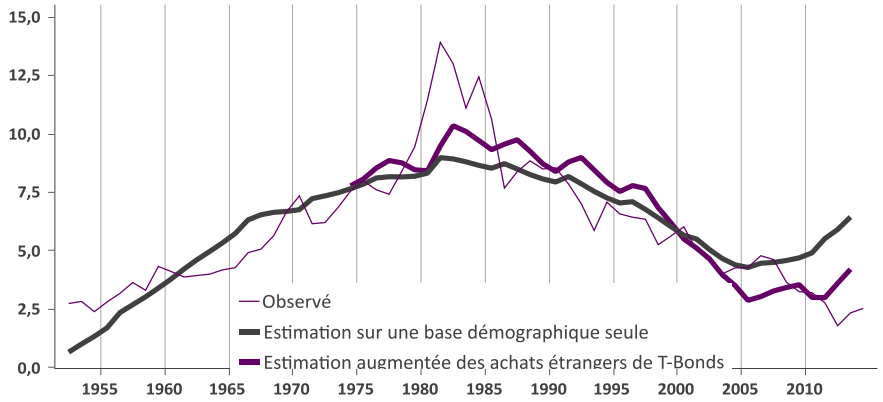
Vu sous cet angle, le vieillissement démographique irait donc de pair avec une remontée du niveau des taux d'intérêt, et non l'inverse, à terme. Il est, à ce titre, intéressant d'observer que l'histoire des taux d'intérêt américains des cinquante dernières années est assez fidèlement liée à ces vecteurs démographiques, en l'occurrence à l'évolution respective de la part de la population à fort potentiel d'épargne par rapport à la cohorte de la population qui traditionnellement est la plus fortement désépargnante des premières années de la vie post active. Si cette relation est la juste, alors, c'est une remontée des taux longs, ou tout au moins une très forte volatilité de ceux-ci, que pourrait préfigurer le vieillissement en cours des pays qui ont le plus contribué ces dernières décennies à la formation de l'épargne mondiale, la Chine en particulier.

Croissance sur 5 ans de la population mondiale à fort potentiel d'épargne (40-65 ans), en millions



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Estimation des taux à 10 ans américains sur une base démographique

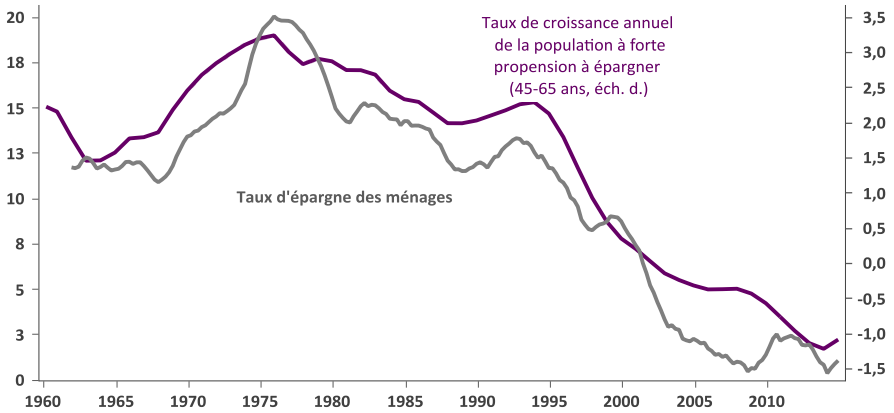


Sources: RichesFlores Research, Macrobond

Le cas du Japon serait alors faussement prémonitoire, ce pays ayant pu tirer profit d'un environnement international très généreux en épargne, sur fond d'excédents courants nationaux suffisants pour faire face à la raréfaction de son épargne domestique. L'histoire du Japon ne s'arrête pas là cependant et l'avenir pourrait être beaucoup plus compliqué pour financer le pays et une dette publique de plus de 220 % de son PIB, dans un contexte de disparition de ses excédents extérieurs…

Le Japon sera-t-il le premier à nous indiquer l'issue de ce que pourrait être à long terme les effets du vieillissement sur le niveau des taux d'intérêt ? L'idée fait plus qu'effleurer l'esprit. C'est bien là tout l'enjeu premier des Abenomics (voir à ce sujet : « *Shinzo Abe réussira-t-il à rajeunir le Japonais ?* ».

Japon, les retombées d'un vieillissement démographique accéléré



Sources : RichesFlores Research, ONU, OCDE, Macrobond

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com