

## Flash Economie

27 avril 2021 - 312

### Toutes les implications importantes de l'écart entre rendement des fonds propres (RoE) et taux d'intérêt sans risque

Dans les pays de l'OCDE, on observe depuis 30 ans une ouverture considérable de l'écart entre rendement des fonds propres (RoE) et taux d'intérêt à long terme sur les dettes publiques. Cette ouverture conduit à des interrogations nombreuses et très importantes.

1. D'où vient-elle et a-t-elle une explication rationnelle ? La hausse de la prime de risque d'entreprises ? La concentration des entreprises et de rentes de monopole ? Simplement l'inertie du RoE exigé ?
2. Comment est-elle obtenue ? Par la déformation du partage des revenus en faveur des profits ; par la hausse du levier d'endettement ; par les délocalisations ; on l'a vu dans les causes, de la concentration des entreprises.
3. Quelles sont les autres conséquences (autres que celles liées aux moyens utilisés) ? Surtout le fait que les politiques monétaires sont inefficaces, puisque la baisse des taux d'intérêt n'entraîne pas celle de l'exigence de rentabilité du capital, donc ne stimule pas l'investissement ; que la remontée des taux d'intérêt serait dangereuse puisque l'écart RoE-taux d'intérêt a accru le levier d'endettement des entreprises.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

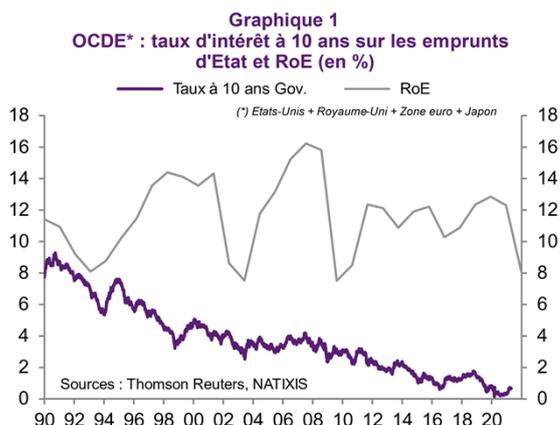
[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

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

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Écart devenu considérable entre le rendement des fonds propres et le taux d'intérêt à long terme sans risque

Le **graphique 1** montre l'**ouverture considérable de l'écart**, depuis le début des années 1990, pour les pays de l'OCDE, **entre le rendement des fonds propres (le RoE) et le taux d'intérêt à long terme sur les dettes sans risque**.



Cet écart devenu énorme entre RoE et taux d'intérêt sans risque pose beaucoup de questions :

- peut-il avoir une explication rationnelle ?
- comment est-il obtenu ?
- quelles sont ses conséquences ?

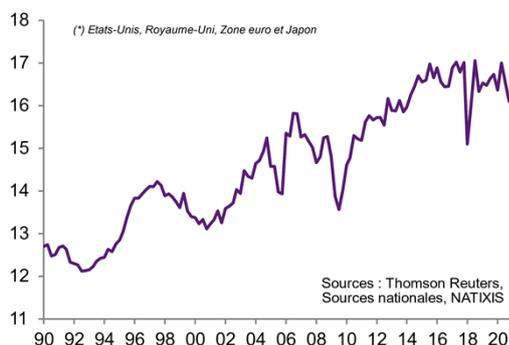
### Une explication rationnelle de l'écart RoE-taux d'intérêt sans risque ?

Nous nous demandons d'abord si l'ouverture massive de l'écart entre rendement des fonds propres (RoE) et taux d'intérêt sans risque peut avoir des **causes rationnelles**.

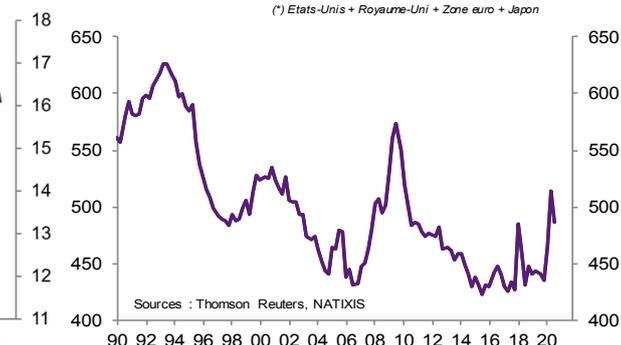
Il pourrait s'agir :

1. **D'une forte hausse de la prime de risque d'entreprise**, qui expliquerait l'écart croissant entre la productivité marginale du capital et le taux d'intérêt à long terme. **Cette explication est peu crédible, puisque la hausse de la profitabilité des entreprises (graphique 2a) devrait au contraire réduire le risque d'entreprise**, parce que le ratio dette des entreprises/cash flows n'a pas augmenté (**graphique 2b**), parce que les paiements d'intérêts des entreprises ont beaucoup baissé (**graphique 2c**).

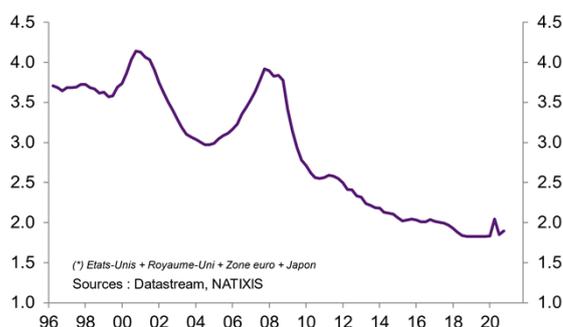
**Graphique 2a**  
OCDE\* : profits après impôts et intérêts avant dividendes (en % du PIB valeur)



**Graphique 2b**  
OCDE\* : ratio dette des entreprises / Profits après taxes, intérêts et avant dividendes (en %)

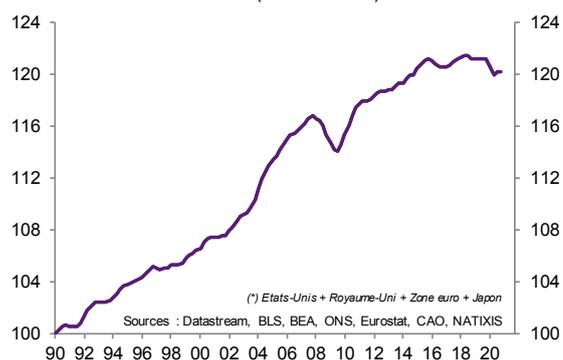


**Graphique 2c**  
OCDE\* : intérêts payés par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)



2. De la concentration des entreprises et donc de l'apparition de rentes de monopole, qui accroissent les marges bénéficiaires (graphique 3) et donc accroissent le rendement des fonds propres.

**Graphique 3**  
OCDE\* : ratio entre le prix du PIB et le coût salarial unitaire (100 en 1990:1)



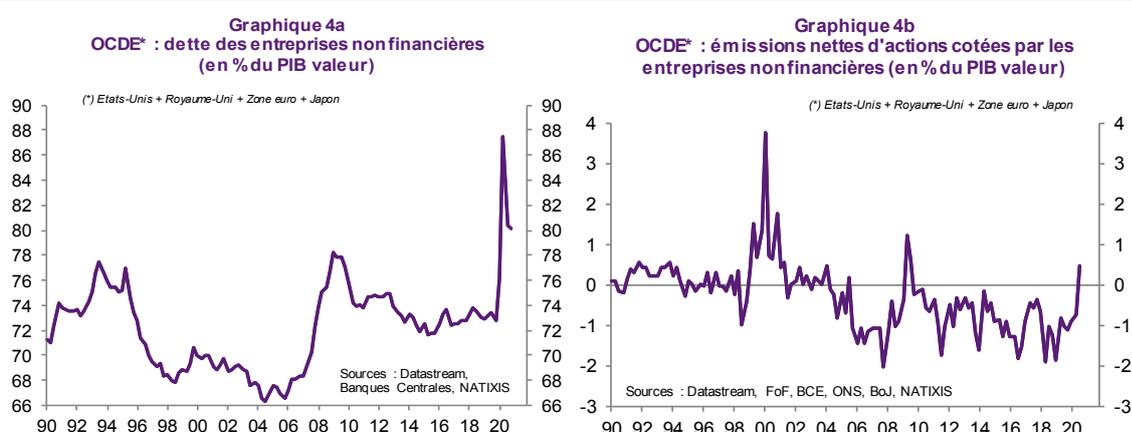
Un monopole a une rentabilité du capital anormalement élevée par rapport au taux d'intérêt.

3. Mais peut-être ne s'agit-il que d'une inertie de la norme de rentabilité des fonds propres (de RoE), qui est restée la même malgré la baisse des taux d'intérêt.

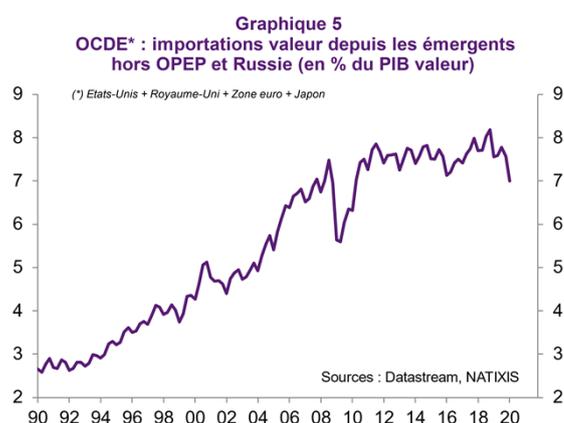
## Comment les entreprises parviennent-elles à accroître le RoE autant au-dessus du niveau des taux d'intérêt ?

Si le RoE doit être supérieur au taux d'intérêt à long terme, pour une des raisons vues ci-dessus, comment cela est-il obtenu ?

- **Par la concentration des entreprises et les positions dominantes**, ce qui est à la fois une explication de l'écart entre RoE et taux d'intérêt et un moyen d'obtenir cet écart ;
- **par la déformation du partage des revenus au détriment des salariés** (ce qui est une des explications aussi de la hausse du taux de marge bénéficiaire, graphique 3) ;
- **par la hausse du levier d'endettement**, avec l'augmentation de la dette et les rachats d'actions (**graphiques 4a/b**) ;



- **par les délocalisations vers les pays émergents à coûts salariaux faibles** (**graphique 5**).



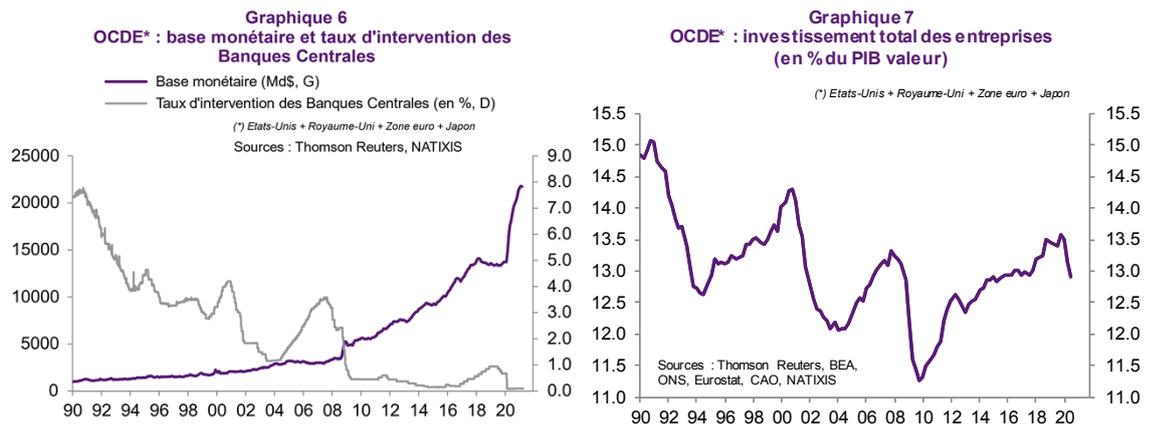
On voit donc que **la volonté d'avoir un rendement des fonds propres supérieur au taux d'intérêt sans risque a des effets considérables** :

- sur le marché du travail ;
- sur la concurrence ;
- sur l'organisation des chaînes de valeur ;
- sur les comportements financiers des entreprises.

## Quelles sont les conséquences sur les politiques économiques de l'écart croissant entre RoE et taux d'intérêt sans risque ?

L'écart croissant et massif aujourd'hui entre rendement des fonds propres et taux d'intérêt sans risque a aussi des effets très importants sur les politiques monétaires :

- puisque le rendement exigé des fonds propres n'a pas baissé (graphique 1), **la politique monétaire expansionniste qui a fait baisser les taux d'intérêt à long terme (graphique 6) n'a pas eu d'effet positif sur l'investissement (graphique 7) ;**



- puisque les entreprises ont beaucoup accru leur levier d'endettement (graphiques 4a/b plus haut), **il devient beaucoup plus difficile pour les Banques Centrales de remonter les taux d'intérêt** (graphiques 1 et 6).

## Synthèse : un capitalisme qui accepterait un rendement des fonds propres beaucoup plus faible fonctionnerait très différemment

Ce qui précède montre que, **si le rendement exigé des fonds propres (le RoE) était plus faible :**

- les salaires pourraient augmenter plus vite ;
- les entreprises pourraient avoir un levier d'endettement plus faible et relocaliser ;
- la concentration des entreprises pourrait être moindre et la concurrence plus forte ;
- la politique monétaire expansionniste serait plus efficace ;
- il serait moins difficile de sortir des taux d'intérêt bas.