

Flash Economie

3 mai 2021 - 328

Les investisseurs en capital des entreprises n'ont jamais cru aux taux d'intérêt bas dans la zone euro

Quand on regarde pour la zone euro :

- l'évolution du rendement des fonds propres (RoE) ;
- l'évolution de la rentabilité économique du capital ;
- l'évolution du rendement exigé des actions cotées ;

on voit que toutes ces mesures de la rentabilité exigée du capital des entreprises sont restées stables et n'ont pas suivi à la baisse les taux d'intérêt à long terme.

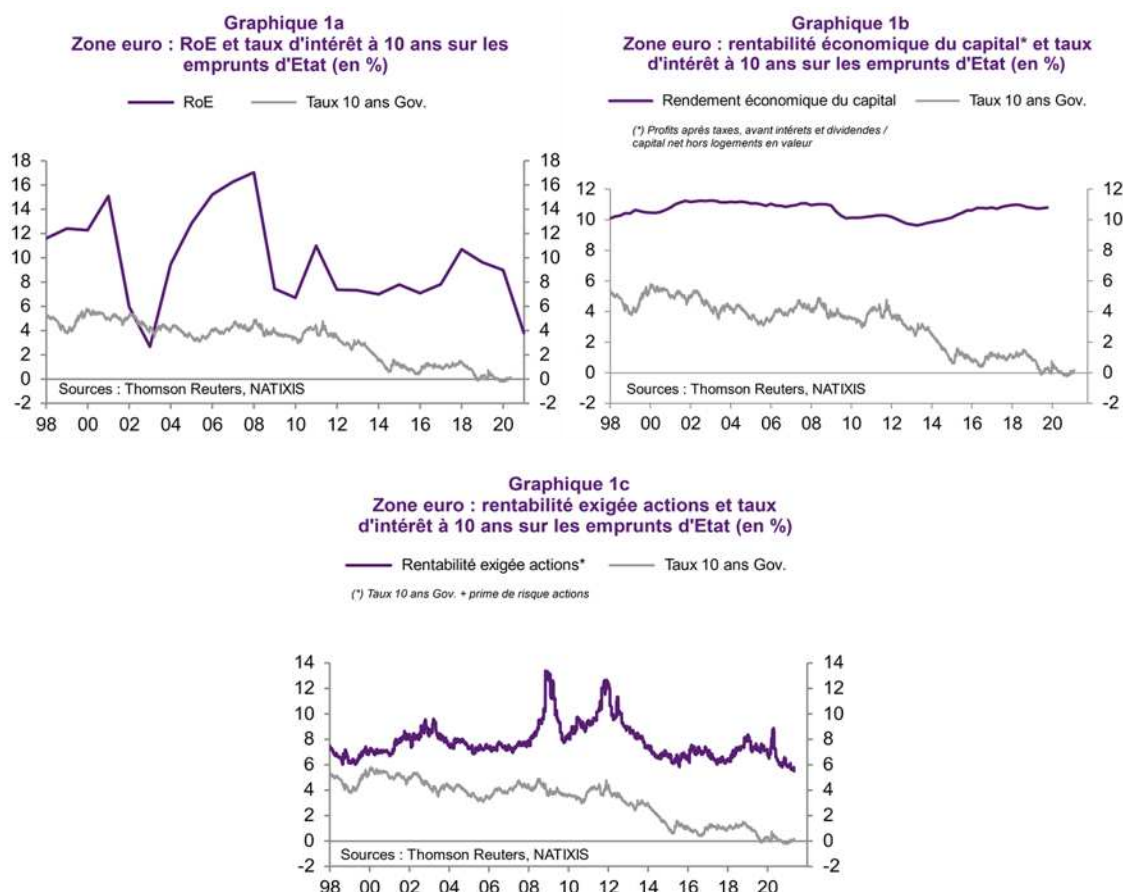
Puisqu'il est très difficile de croire que la prime de risque associée à la détention du capital des entreprises a considérablement augmenté, dans une situation où la profitabilité des entreprises augmentait fortement, il reste alors une seule explication : les investisseurs en capital des entreprises ne croient pas aux taux d'intérêt à long terme bas, et continuent à faire leurs calculs avec le niveau des taux d'intérêt à long terme antérieur à la crise des subprimes.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

La rentabilité exigée du capital des entreprises est restée forte dans la zone euro

Malgré la forte baisse des taux d'intérêt à long terme, la rentabilité exigée du capital des entreprises est restée forte dans la zone euro, comme le montre l'évolution du rendement des fonds propres (**graphique 1a**), de la rentabilité économique du capital (**graphique 1b**), du rendement exigé des actions cotées (somme du taux d'intérêt sans risque et de la prime de risque actions) (**graphique 1c**).

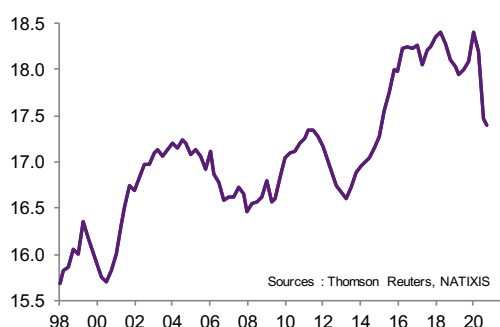


L'explication par la hausse de la prime de risque n'est pas convaincante

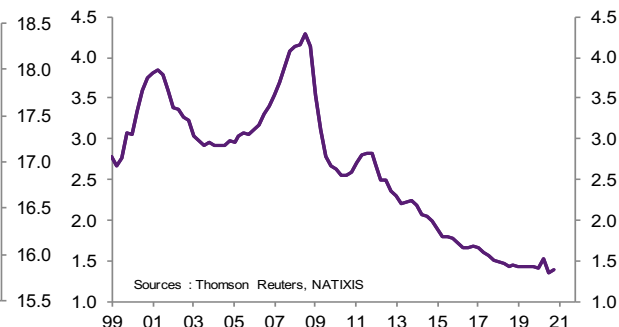
La première idée pour expliquer la hausse considérable de l'écart entre rentabilité exigée du capital et taux d'intérêt sans risque est une **hausse forte de la prime de risque correspondant à la détention de capital d'entreprises**.

Mais cette explication n'est pas convaincante alors que la profitabilité des entreprises a beaucoup augmenté (**graphique 2a**), que la baisse des taux d'intérêt et des paiements d'intérêts sur la dette des entreprises (**graphique 2b**) a fortement réduit le risque de défaut.

Graphique 2a
Zone euro : profits après taxes, intérêts et avant dividendes (en % du PIB valeur)



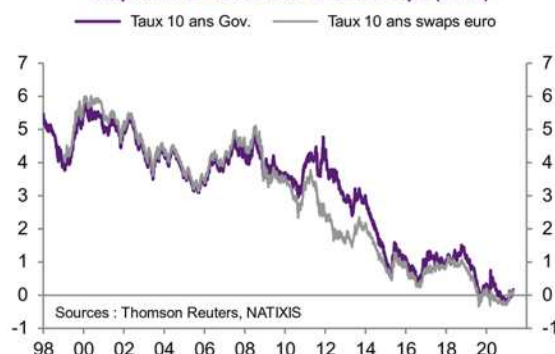
Graphique 2b
Zone euro : intérêts payés par les entreprises (en % du PIB valeur)



L'explication par le refus de croire à un niveau durablement bas des taux d'intérêt à long terme

Si les investisseurs pensent que la baisse des taux d'intérêt à long terme (graphique 3) est **transitoire et non définitive**, les différentes mesures de la rentabilité du capital des entreprises ne diminuent pas (graphiques 1a/b/c plus haut).

Graphique 3
Zone euro : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux 10 ans swaps (en %)



Quand on calcule la **prime de risque actions**, on obtient alors une hausse de la prime de risque actions calculée avec le taux d'intérêt observé qui n'est en réalité pas une hausse de la prime de risque actions, mais le reflet de ce que **l'actualisation des dividendes futurs est faite avec un taux d'intérêt à long terme plus élevé que le taux d'intérêt observé** (voir Encadré).

Encadré 1

Prime de risque actions et taux d'intérêt à long terme

La prime de risque actions π est calculée comme :

$$P = \frac{D}{R - p - g + \pi}$$

où P est le cours boursier, D est le dividende présent, R le taux d'intérêt à long terme, p l'inflation, g la croissance anticipée en volume des dividendes, π la prime de risque actions.

Supposons une baisse du taux d'intérêt, qui passe de R_0 à R_1 , $R_1 < R_0$. Si le cours boursier ne réagit pas à cette baisse, il y a deux interprétations :

- soit la prime de risque actions a augmenté de $R_0 - R_1$;
- soit les investisseurs continuent à utiliser le taux d'intérêt à long terme antérieur R_0 .

Ceci explique la corrélation négative entre le taux d'intérêt à long terme et la prime de risque actions (**graphique 4**).



Synthèse : conséquences et perspectives

Tant que les investisseurs ne croient pas en un niveau durablement bas des taux d'intérêt à long terme, **d'une part l'efficacité de la politique monétaire expansionniste pour soutenir l'investissement (graphique 5) est faible, d'autre part les cours boursiers réagissent peu à la baisse des taux d'intérêt à long terme (graphique 6).**

Graphique 5
Zone euro : investissement total des entreprises
(en % du PIB valeur)



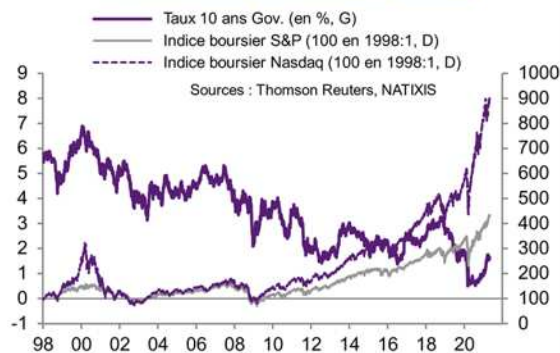
Graphique 6
Zone euro : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et indice boursier Eurostoxx



Si progressivement les investisseurs se mettent à penser que les taux d'intérêt à long terme vont rester durablement bas :

- l'investissement des entreprises va beaucoup augmenter ;
- les cours boursiers vont beaucoup monter, avec une baisse de la prime de risque actions calculée et, on l'a vu plus haut, dont le niveau élevé ne reflète que la rigidité des anticipations de taux d'intérêt à long terme par les investisseurs en actions, évolution qu'on a observée aux États-Unis (graphiques 7a/b).

Graphique 7a
Etats-Unis : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et indices boursiers S&P et Nasdaq



Graphique 7b
Etats-Unis : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et prime de risque actions S&P (en %)

