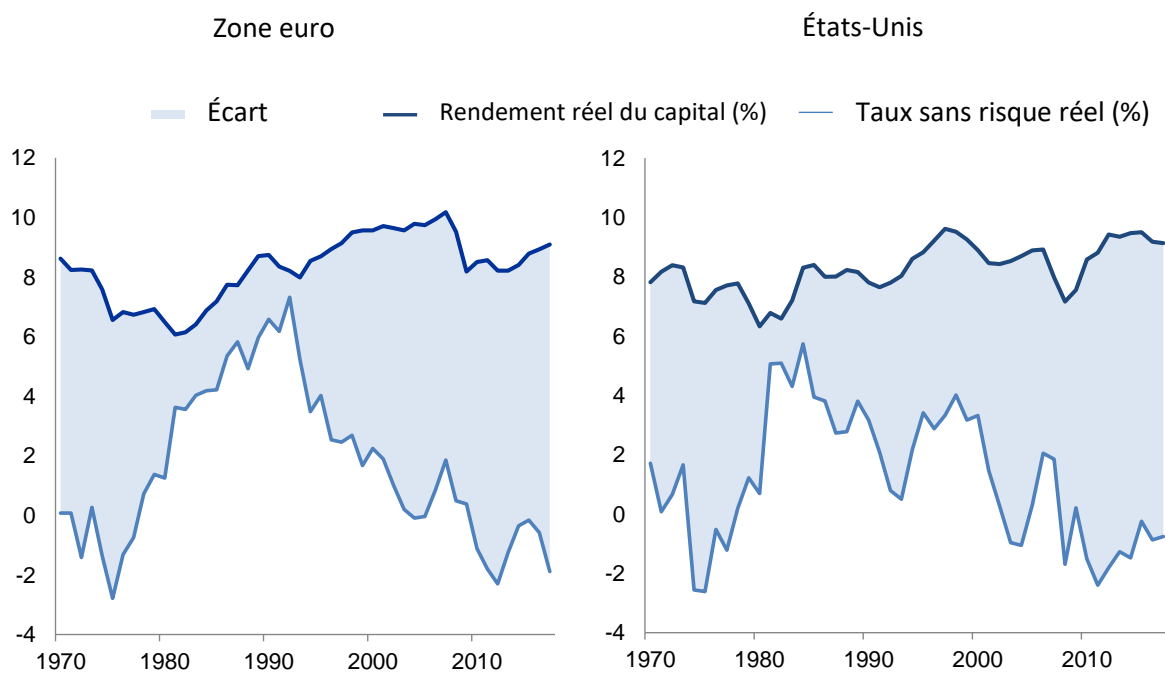


# L'écart entre rendement du capital et taux sans risque

Par John Hutchinson et Arthur Saint-Guilhem

*Depuis plusieurs décennies, l'écart entre rendement du capital et taux sans risque augmente dans la zone euro et aux États-Unis. Nous constatons que la prime de risque constitue le principal déterminant de cet écart mais que les marges jouent également un rôle. Plus récemment, la contribution des marges a diminué dans la zone euro et augmenté aux États-Unis.*

**Graphique 1 : Écart croissant entre rendement du capital et taux sans risque dans la zone euro et aux États-Unis**



Source : AMECO, FRED, AWM, et calculs des auteurs.

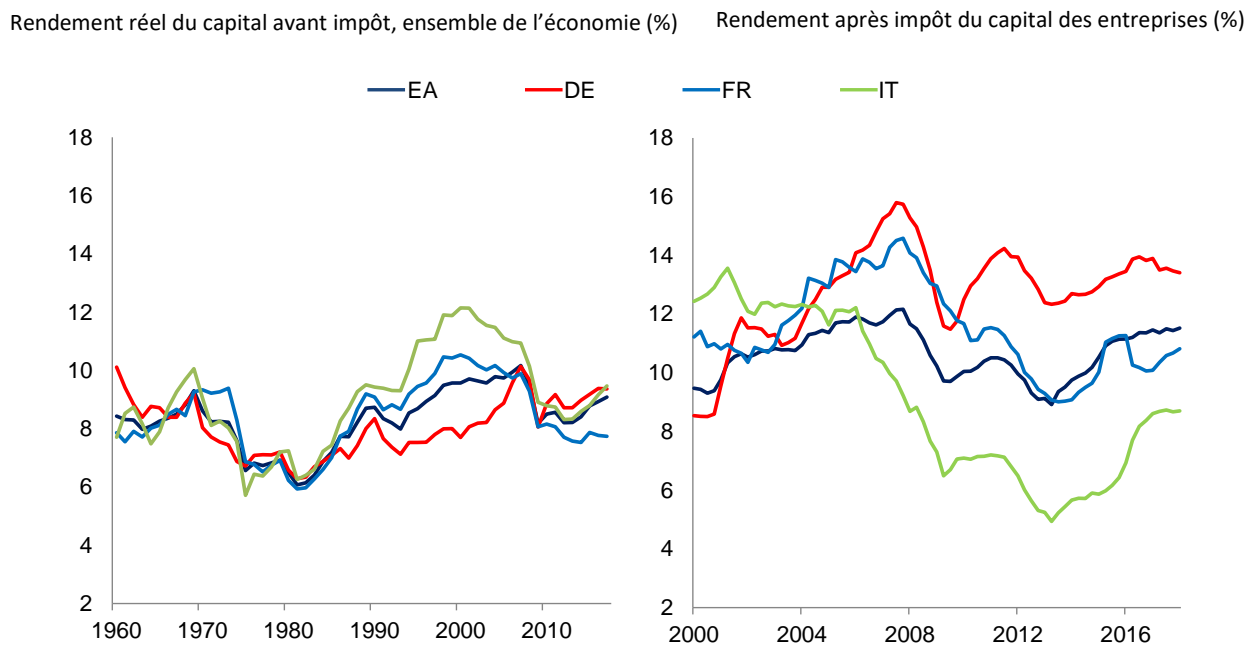
Note : Le rendement réel du capital est un rendement avant impôt dans la zone euro ; aux États-Unis, rendement d'après [Gomme et al., 2011](#). Les taux réels sont l'OIS 3 mois et les bons du Trésor.

**Au cours des dernières décennies, le rendement du capital est stable dans la zone euro et aux États-Unis**

Bien que le rendement du capital soit un concept relativement simple, la littérature ne fournit pas de consensus sur la manière de l'estimer. La construction du stock de capital nécessite l'élaboration d'hypothèses relatives aux actifs financiers et au secteur de l'immobilier résidentiel. Le calcul du revenu du capital et la prise en compte de l'ensemble de l'économie, ou uniquement des secteurs productifs, font également débat. Dès lors, différentes approches peuvent être retenues.

Notre première approche donne une mesure très synthétique : le rendement réel du capital avant impôt pour l'ensemble de l'économie (graphique 2, échelle de gauche). Depuis les années 1960, cette mesure a évolué dans une fourchette relativement étroite, avec un degré élevé de corrélation entre pays de la zone euro.

**Graphique 2 : Un rendement réel du capital globalement stable dans les pays de la zone euro**



Source : AMECO et Eurostat, comptes sectoriels trimestriels.

Notre seconde approche adopte une perspective plus étroite et calcule le rendement réel du capital des entreprises après impôt à partir des bénéfices du secteur des sociétés non financières. Étant plus directement liée aux décisions d'investissement des entreprises, cette mesure semble la plus pertinente d'un point de vue macroéconomique (graphique 2, échelle de droite). S'il convient d'être prudent lorsqu'on compare directement les niveaux de rendement du capital obtenus à l'aide de différentes approches, on constate toutefois que les deux approches présentent une évolution similaire : depuis plusieurs décennies, le rendement du capital est demeuré globalement stable dans la zone euro, l'Italie affichant une volatilité un peu plus élevée. Bien que non illustré ici, le même constat est fait aux États-Unis.

La probable sous-estimation du stock d'actifs intangibles dans les comptes nationaux fait actuellement débat, tout comme le risque qu'elle aboutisse à une surestimation du rendement du capital. Avec une hypothèse de sous-estimation de 50 %, l'impact sur le rendement du capital resterait limité, soit moins de 1 point de pourcentage, ce qui fait écho aux résultats de [Fahri et Gourio, 2018](#).

### **Un écart croissant entre rendement du capital et taux sans risque...**

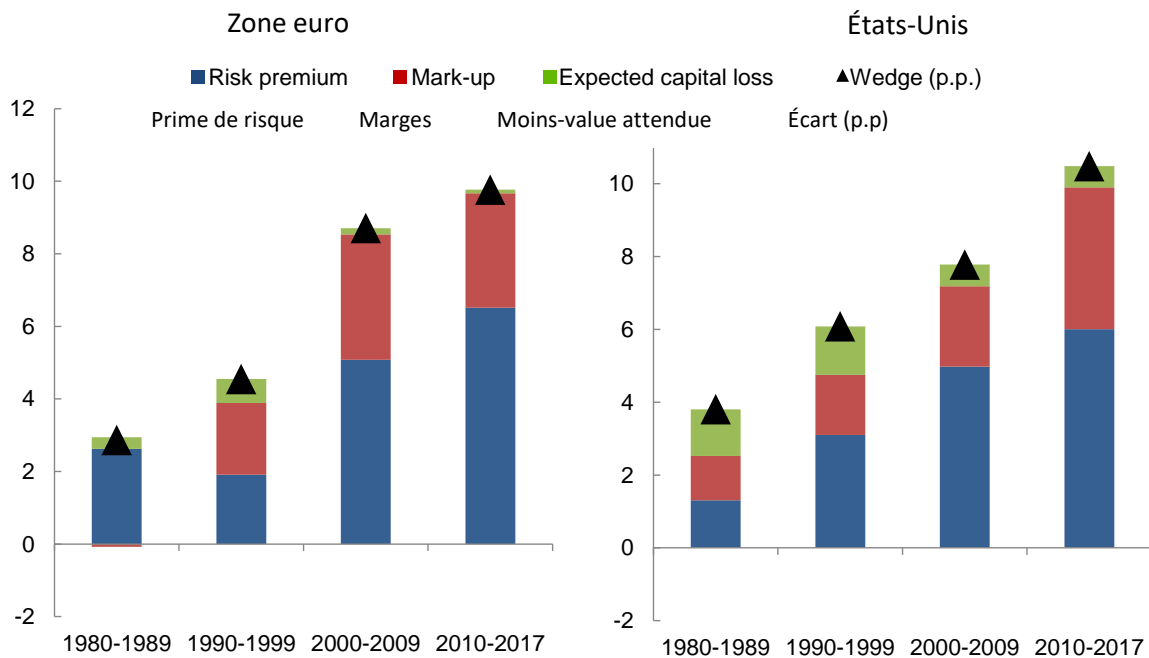
La relative stabilité du rendement du capital contraste avec la baisse séculaire du rendement des actifs sûrs, d'où l'apparition d'un écart entre ces deux catégories d'actifs, situé actuellement à son niveau le plus élevé (graphique 1). À ce jour, seules quelques études ont examiné les facteurs à l'origine de cet écart ([Caballero, Farhi et Gourinchas, 2017](#); [Marx, Mojon et Velde, 2018](#)).

### **...résultant d'une augmentation des primes de risque et des marges**

Afin de mieux comprendre les facteurs à l'origine de cet écart dans la zone euro, nous utilisons le cadre comptable proposé par [Caballero, Farhi et Gourinchas, 2017](#) qui établit un lien entre l'évolution de cet écart et celle de quatre variables économiques clés : part du travail, primes de risque, anticipations de moins-values liées aux variations dans le temps des prix relatifs des biens d'investissement, et marges. Dans cet exercice, nous adoptons une fonction de production Cobb Douglas; ainsi les variations de la part du travail correspondent à des variations des marges, et la technologie qui accroît l'efficacité du capital n'intervient pas. Bien que ce ne soit pas illustré ici, nous avons réalisé le même exercice avec une fonction de production CES et les principaux résultats présentés ci-dessous restent valables.

En exploitant les données pour la zone euro et les États-Unis, ce cadre est calibré pour correspondre à l'écart observé entre rendement du capital avant impôt et taux sans risque sur la période 1980-2017. On en tire plusieurs conclusions intéressantes (graphique 4). À partir des années 2000, l'écart se creuse dans les deux juridictions. Dans la zone euro, ce creusement résulte pour l'essentiel de la prime de risque (estimée comme l'excès de rendement du capital physique par rapport au taux d'intérêt sans risque après prise en compte de la dépréciation et des variations dans le temps des prix relatifs des biens d'investissement) et, dans une moindre mesure, des marges. Aux États-Unis, il résulte principalement d'une augmentation de la prime de risque. Depuis la crise, le creusement de l'écart dans la zone euro reflète une plus forte contribution de la prime de risque. En effet, la contribution des marges – tout en demeurant importante – a diminué, ce qui reflète probablement, dans une certaine mesure, l'impact des réformes structurelles liées à la crise. Cette évolution contraste avec celle des États-Unis, où le creusement de l'écart résulte plutôt de l'augmentation des marges. Ce résultat est cohérent avec les études empiriques faisant apparaître une hausse des marges au cours des 30 dernières années aux États-Unis ([De loecker et Eeckhout, 2017](#)).

Graphique 3 : Décomposition de l'écart entre rendement du capital et taux sans risque



Source : AMECO, FRED, AWM, et calculs des auteurs.

En recoupant avec une mesure de rendement du capital fondée sur les marchés d'action, nous constatons que la prime de risque sur actions a également augmenté dans les deux juridictions et qu'elle constitue un déterminant important de l'écart entre rendement des capitaux propres et taux sans risque, dans la lignée des conclusions de [Jordà et al, 2018](#).

La forte hausse de la prime de risque autour de 2000 peut s'expliquer par le fait que les facteurs d'offre et de demande – amplifiés par les changements réglementaires postérieurs à la crise – ont progressivement affecté uniquement les actifs sûrs, poussant à la baisse le taux sans risque sans influencer sur le rendement des actifs risqués. En élargissant la perspective, le fait qu'une augmentation de la prime de risque entraîne une diminution du taux d'intérêt sans risque est important à garder à l'esprit lorsqu'on considère l'ensemble des déterminants potentiels des rendements sans risque – en particulier dans le cadre du débat sur la « stagnation séculaire ».

*Les deux auteurs travaillent à la Banque centrale européenne (BCE). Les opinions exprimées dans cet article sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de la BCE.*