

Mémo - Des taux d'intérêt très bas pour longtemps

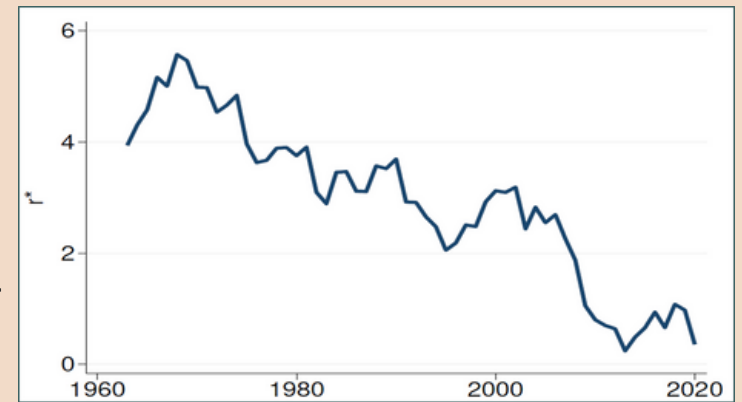
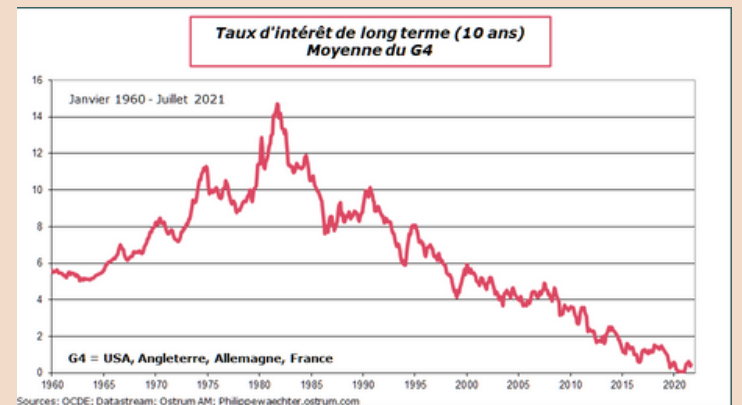
4 Septembre 2021

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Le phénomène macroéconomique le plus marquant des dernières décennies est la baisse quasi monotone des taux d'intérêt. Depuis le début des années 1980, les taux se replient pour, désormais, être partout proches de 0% dans les pays développés.

Cette **question est majeure** pour les **économistes** à la fois parce que le taux d'intérêt guide les arbitrages dans le temps mais aussi parce que les banques centrales interviennent sur cet instrument et plus les taux sont bas plus leurs capacités à infléchir la conjoncture se réduit.

A côté des taux d'intérêt de marché, les économistes, à la suite du suédois Knut Wicksell, cherche à mesurer un taux d'intérêt d'équilibre qui traduirait une activité au voisinage de son potentiel avec un taux d'inflation stable. Ce taux n'est cependant pas observable et il faut l'inférer à partir des données telles que la croissance et l'inflation. La mesure pour le taux d'intérêt réel (r^*) aux USA est présentée ci-contre. L'allure est similaire en zone Euro et au Royaume Uni.



Source Mian, Straub et Sufi

On constate que la crise financière a eu un impact majeur à la baisse sur cette mesure

Dès lors, d'où vient le surplus d'épargne qui explique ce mouvement baissier des taux d'intérêt? De cette explication résultera aussi des éléments d'anticipations sur l'allure qu'ils auront dans le futur.

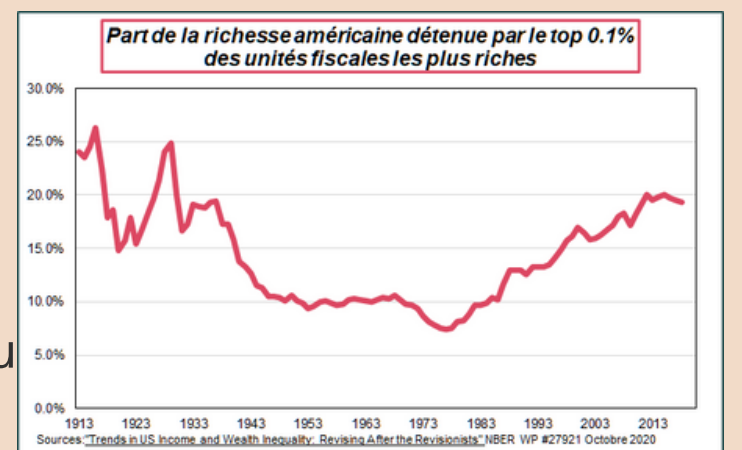
Les éléments de démographie ont été souvent et longtemps considérés comme de bons candidats. Les baby boomers, ayant progressivement accumulé pendant toute leur vie pour financer leur retraite, pourraient être la source de cette épargne. C'est le traditionnel modèle du cycle de vie.

Une étude récente (*) montre cependant que ce facteur démographique n'est pas le plus pertinent pour comprendre le mouvement sur les taux d'intérêt. L'ensemble des baby boomers pris dans leur ensemble ont un pouvoir explicatif mais les différentes composantes sont trop hétérogènes pour que ce facteur soit le plus pertinent. Les auteurs remarquent que la distribution des revenus n'est pas homogène, loin de là, au sein de ces baby boomers fragilisant le pouvoir explicatif de l'ensemble de cette génération d'américains sur l'accumulation de l'épargne. En conséquence, **il est excessif de faire reposer l'explication de la baisse des taux d'intérêt sur cette génération.**

Les auteurs privilégient les déséquilibres dans la distribution des revenus et de la richesse.

Depuis le début des années 1980, sur données américaines, la distribution des revenus n'est plus aussi homogène que par le passé. Dans le même temps, les revenus les plus élevés ont capté une part plus importante du revenus américain. De la sorte, **l'accumulation des patrimoines des américains ayant les revenus les plus élevés s'est accéléré vivement.**

Pour illustrer ce point, on relèvera qu'en 1977, le 0.1% des américains les plus riches possédaient 7.4% de la richesse totale et que quarante plus tard, cette part était de 19.5% (**). On peut l'illustrer aussi en indiquant que de 1993 à 2018, le revenu réel moyen aux USA avait progressé de 30% et celui des 1% ayant les revenus les plus élevés avait augmenté de 100.5%. Le top 1% a, sur la période, capté 48% de la hausse du revenu (***) .



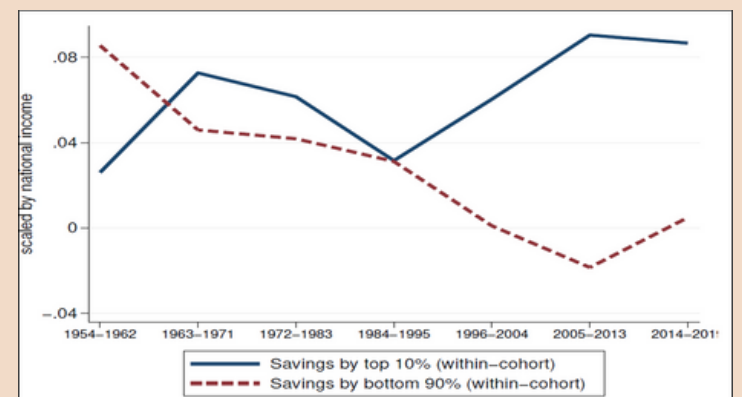
Une distribution des revenus qui favorise les revenus et les patrimoines les plus élevés (top 10%) se traduit pour eux par un taux d'épargne qui croit dans le temps. Pour les 90% d'américains restant, le taux d'épargne a convergé vers 0%. (graphe repris de Mian et alii).

Pour les auteurs, **l'excès d'épargne résultant des déséquilibres dans la distribution de revenus** est l'explication majeure du mouvement sur les taux d'intérêt englobant l'effet démographique des baby boomers.

Les déséquilibres dans la distribution des revenus et des patrimoines provoquent des différences majeures dans l'accumulation du capital.

L'excès d'épargne est placé sur les marchés financiers car les patrimoines des personnes les plus riches sont majoritairement financiers. Ce déversement se traduit par un repli durable des taux d'intérêt.

Depuis plus de 40 ans, les inégalités de revenus et de patrimoines ne sont pas franchement remises en cause par la politique économique. Si cette situation se prolongeait, les taux d'intérêt resteraient bas et la politique monétaire serait alors contrainte pour un bon moment avec des taux d'intervention durablement très bas. Elle ne regagnerait pas son influence sur la régulation conjoncturelle.



Source Mian, Straub et Sufi

* "What explains the decline in r ? Rising income inequality versus demographic shifts" Atif Mian, Ludwig Straub and Amir Sufi - Présenté à Jackson Hall (27 août 2021)

** "Trends in US Income and Wealth Inequality: Revising After the Revisionists" E.Saez et G.Zucman NBER WP #27921

*** "Striking it Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States", Site d'Emmanuel Saez <https://eml.berkeley.edu/~saez/index.html>

Philippe Waechter

Chef économiste chez **Ostrum**
ASSET MANAGEMENT

A lire en détail sur mon blog
ostrum.philippewaechter.com

Mentions Légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l’Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l’autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu’elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d’une information contenue dans ce document, ni de l’utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d’un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l’auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu’elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d’information aux prestataires de services d’investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l’exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d’investissement de s’assurer que l’offre ou la vente de titres de fonds d’investissement ou de services d’investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l’Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, SwitzerlandSàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d’un ensemble divers d’entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu’elles proposent et les produits qu’elles gèrent ne s’adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l’exactitude, l’adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d’achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d’investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d’investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l’auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.