

CROISSANCE ET TAUX REELS AUX ETATS-UNIS

Introduction :

Cette note cherche à évaluer s'il existe une relation stable sur longue période entre la croissance (nous entendons par croissance la croissance réelle par opposition à la croissance nominale) et les taux d'intérêts réels. Elle porte sur les Etats-Unis pour deux raisons :

1. Avant la création de l'euro, les différents pays européens constituent autant d'entités de taille moyenne ou petite dont les marchés présentent des caractéristiques différentes.
2. Les séries statistiques les plus longues sont disponibles sur le marché américain.

Les données retenues sont les taux réels du 5 et du 10 ans émis par le Trésor américain et la croissance en glissement annuel de mars 1962 à mars 2003 en fréquence trimestrielle.

Les valeurs réelles sont obtenues en retranchant des valeurs nominales de croissance et de taux les taux d'inflation mesurés par le CPI headline. On peut noter en complément que les taux CPI headline et core sur l'ensemble de la période une valeur moyenne très proche (CPI headline : 4.41% , CPI core : 4.45%)

I OBSERVATIONS GENERALES

La première constatation est le faible coefficient de corrélation entre les séries :

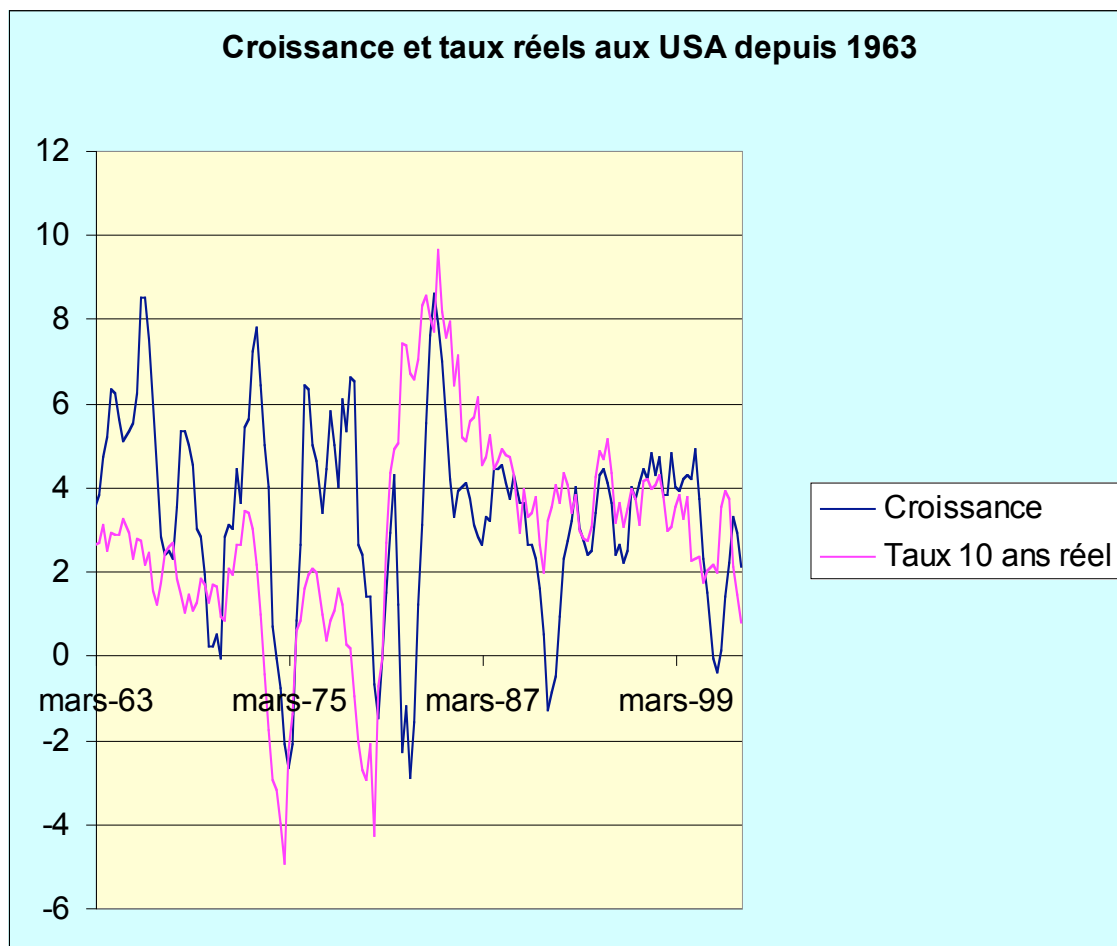
Corrélation (Croissance, Taux 10 ans réel) = 0.24

Corrélation (Croissance, Taux 5 ans réel) = 0.23

Un lissage par utilisation de moyennes mobiles n'apporte pas d'amélioration du signal.

Par ailleurs, la différence entre l'étude portant sur le taux 5 ans et le taux 10 ans américains étant faible, la suite de l'exposé se concentrera sur le taux 10 ans américain. Les conclusions obtenues peuvent être élargies au taux 5 ans.

Cette faible corrélation se retrouve dans le graphe suivant :



À certaines périodes (années 1970), il semblerait que la baisse des taux réels anticipe la baisse de la croissance. Toutefois, ce délai ne semble pas stable : la baisse des taux réels se déclenche en septembre 1972, et la baisse de la croissance en mars 1973, soit 6 mois plus tard. La remontée des taux réels commence en décembre 1974, celle de la croissance en mars 1975, soit 3 mois plus tard. Enfin, après des mouvements d'ampleur assez différente, les taux réels rebondissent à partir de juin 1980. Il faut attendre septembre 1982 pour voir la croissance repartir de l'avant, soit un écart de 2 ans et 3 mois.

II ANALYSE SPECIFIQUE

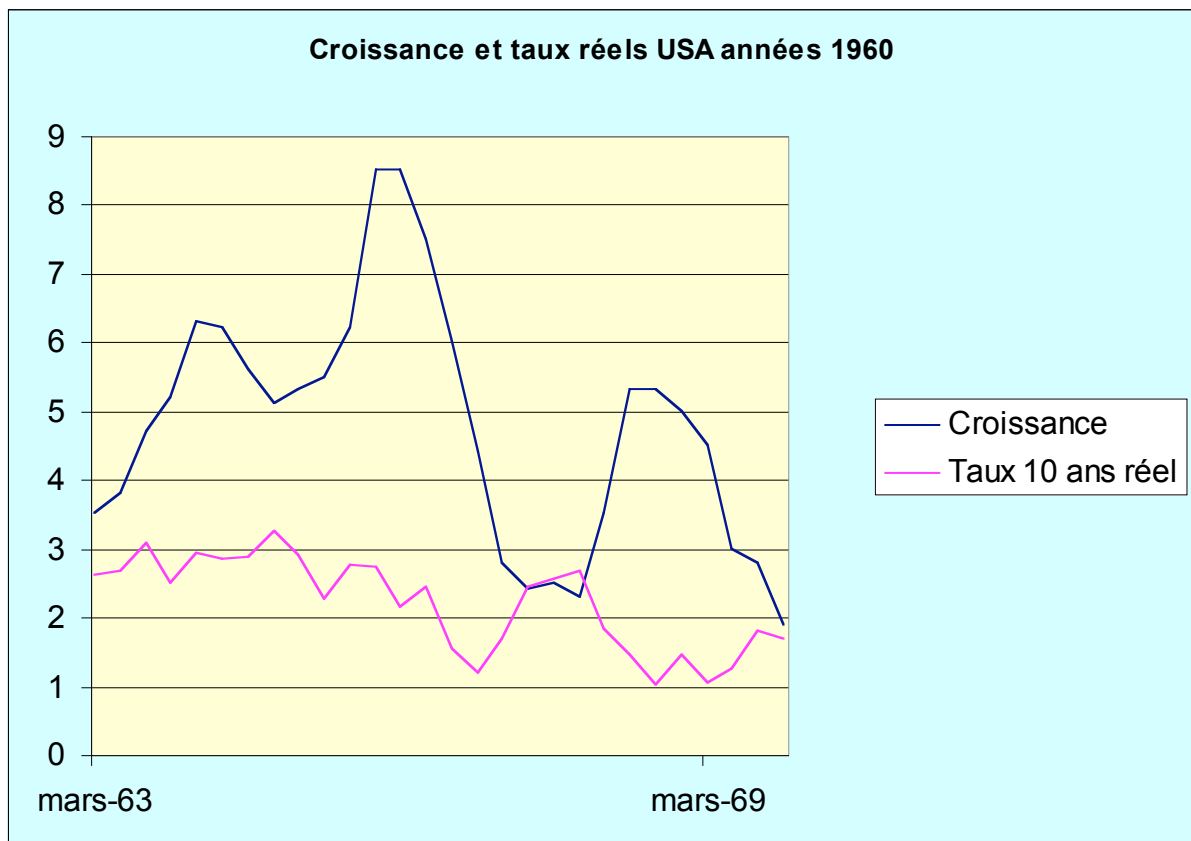
On peut en fait distinguer dans cette analyse quatre grandes périodes.

- **Les années 1960 :**

Comme le montre le graphe ci-dessous, les années 1960 se caractérisent par des taux réels à 10 ans presque toujours inférieurs au taux de croissance de l'économie. Les valeurs moyennes sur la période montrent l'importance de l'écart :

Croissance moyenne de mars 1962 à décembre 1969 : 4.77%

Taux 10 ans réel moyen de mars 1962 à décembre 1969 : 2.2%

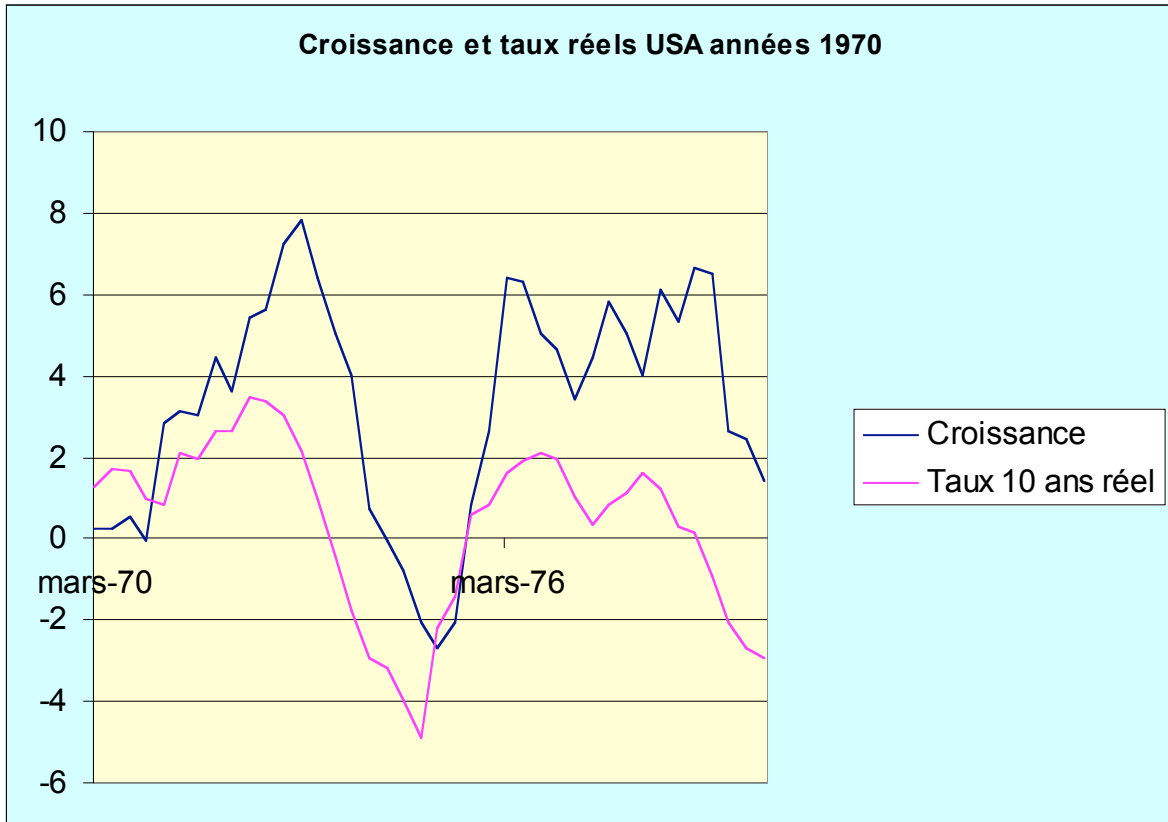


- **Les années 1970 :**

Comme les années 1960, les années 1970 se caractérisent par des taux réels à 10 ans presque toujours inférieurs au taux de croissance de l'économie. Les valeurs moyennes sur la période montrent l'importance de l'écart :

Croissance moyenne de mars 1970 à décembre 1979 : 3.28%

Taux 10 ans réel moyen de mars 1970 à décembre 1979 : 0.35%



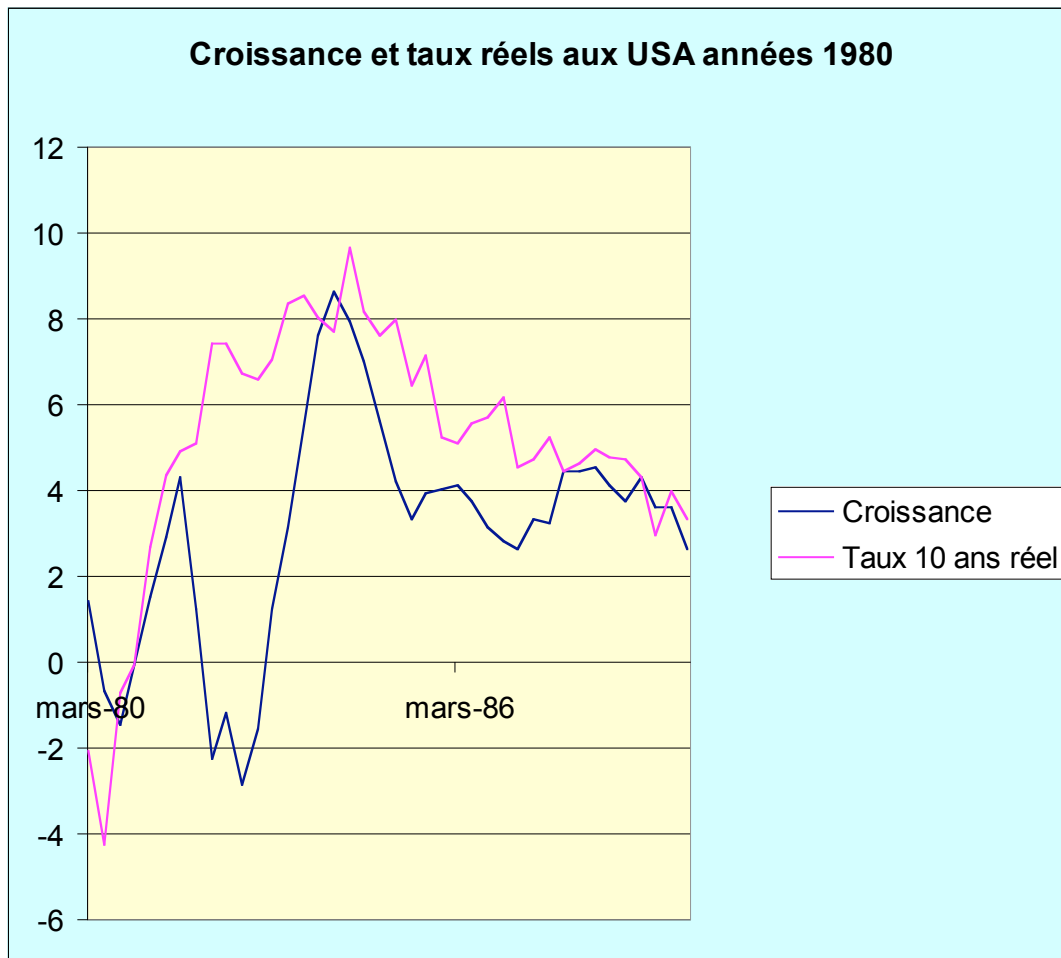
- **Les années 1980 :**

À la différence des années 1960 et 70, les années 1980 sont une période où les taux d'intérêts réels sont en moyenne supérieurs à la croissance. Les valeurs moyennes s'établissent comme suit :

Croissance moyenne de mars 1980 à décembre 1989 : 3.02%

Taux 10 ans réel moyen de mars 1980 à décembre 1989 : 5.1%

L'antinomie entre les années 1970 et 1980 est flagrante : à taux de croissance moyenne de l'économie comparable (3.28% et 3.02% respectivement), les niveaux de taux réels moyens sont très différents (0.35% et 5.10% respectivement).



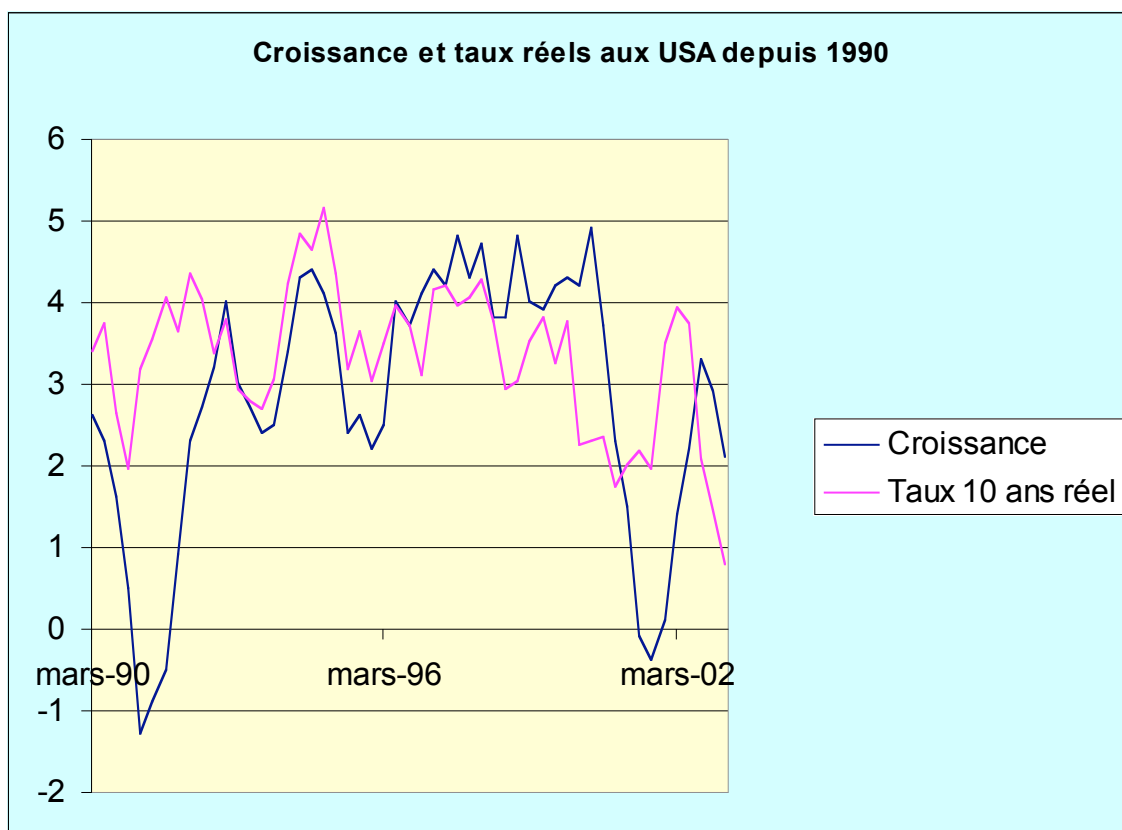
- **La période récente (1990-2003) :**

Les courbes sont plus enchevêtrées, témoignant d'une structure encore différente des deux périodes analysées précédemment, même si, en moyenne les taux réels sont plus élevés que la croissance.

Les valeurs moyennes s'établissent comme suit :

Croissance moyenne de mars 1990 à mars 2003 : 2.80%

Taux 10 ans réel moyen de mars 1990 à mars 2003 : 3.31%



Conclusion :

Il n'existe pas de relation stable sur longue période entre les taux réels et la croissance de l'économie aux Etats-Unis. Qui plus est, on note une certaine stabilité de la croissance américaine sur longue période (moyenne de 3.31% sur la période étudiée), alors même que les taux d'intérêts réels sont extrêmement variables. En 1984, l'économie américaine enregistre une croissance de plus de 8%, alors que les taux réels atteignent presque 10%. On pourrait citer d'autres exemples. L'influence de la croissance sur le niveau des taux d'intérêts longs est faible. Comme une analyse précédente l'avait montré, une relation très stable unit au fil du temps les taux d'intérêts nominaux et l'inflation aux Etats-Unis. Dans la tendance longue, c'est bien l'inflation, et non la croissance qui va déterminer le niveau des taux longs.

Les taux d'intérêt réels ont très fortement baissé aux Etats-Unis et en Europe au cours des derniers trimestres. Ce mouvement vient d'une baisse des taux nominaux et non, comme dans les années 70, d'une tendance structurellement haussière de l'inflation. Il résulte donc d'un processus dynamique, et non d'un phénomène d'inertie.

Les obligations indexées sur l'inflation, dont les OATi émises par l'Etat français, ont largement profité de ce mouvement. Sans préjuger de la protection offerte par ces titres en cas de reprise graduelle de l'inflation, doit-on penser que les taux à long terme réels sont appelés à rester aux niveaux récemment atteints ? L'observation des marchés sur longue période ne permet pas de l'affirmer.

Les informations contenues dans ce document représentent l'opinion actuelle de Stelphia Asset Management sur les points cités à la date de publication. Stelphia Asset Management s'adapte aux conditions fluctuantes des marchés et cette opinion ne doit pas être interprétée comme un engagement de la part de Stelphia Asset Management.

Mai 2003 Stelphia Asset Management. Tous droits réservés