



Y a-t-il un lien entre épargne financière des ménages et taux d'intérêt ?

Tableau de bord de l'épargne en Europe

29 septembre 2005

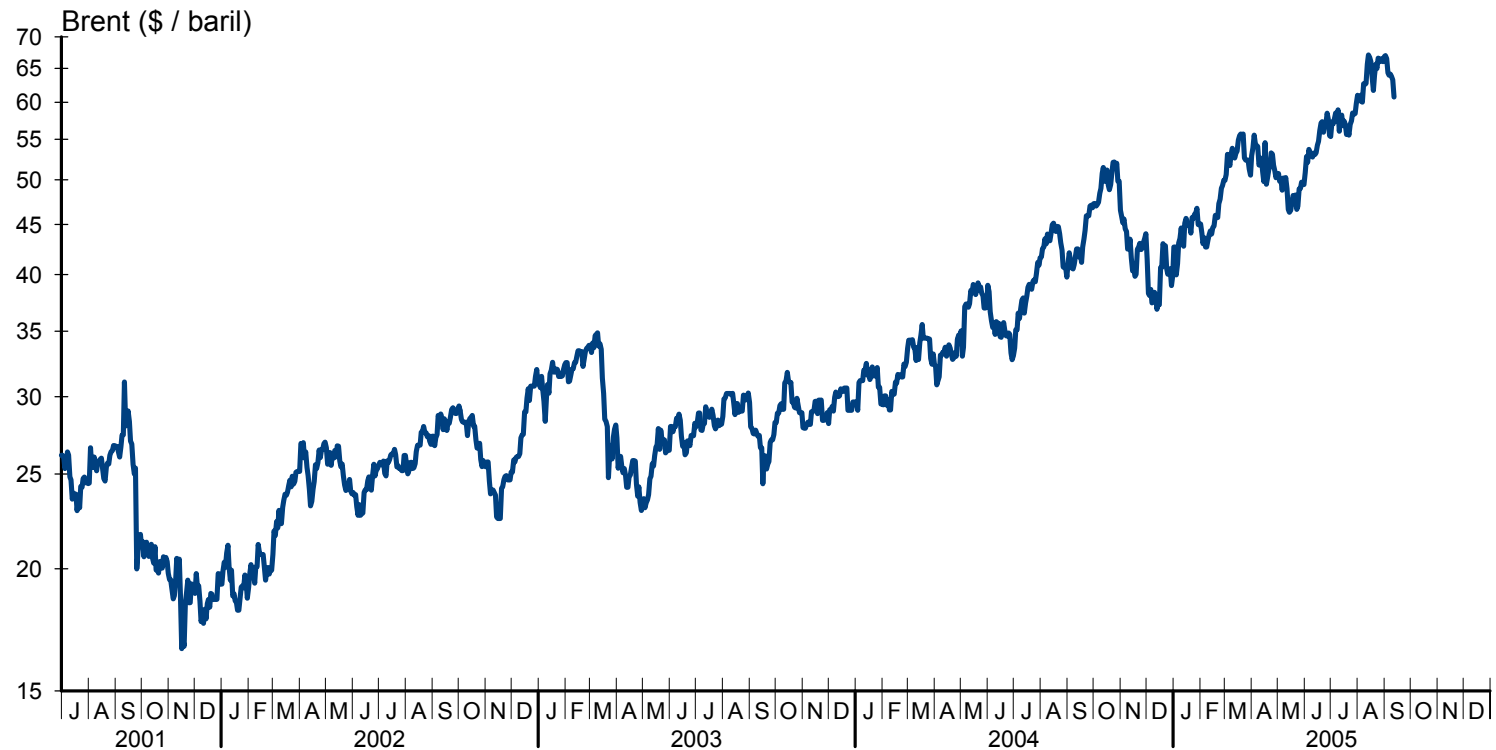
Michel Martinez
Directeur des études de Rexecode

La croissance mondiale reste vigoureuse

- **Aux Etats-Unis et en Chine notamment**
- **Le commerce mondial reste très dynamique**
- **La persistance de la croissance entraîne des hausses de prix du pétrole**
- **L'inflation enregistre les effets du pétrole, mais elle reste modeste**
 - **L'inflation intérieure, liée à la spirale prix, salaire et coûts de production, semble désamorcée pour l'instant**

L'événement majeur est la hausse du pétrole

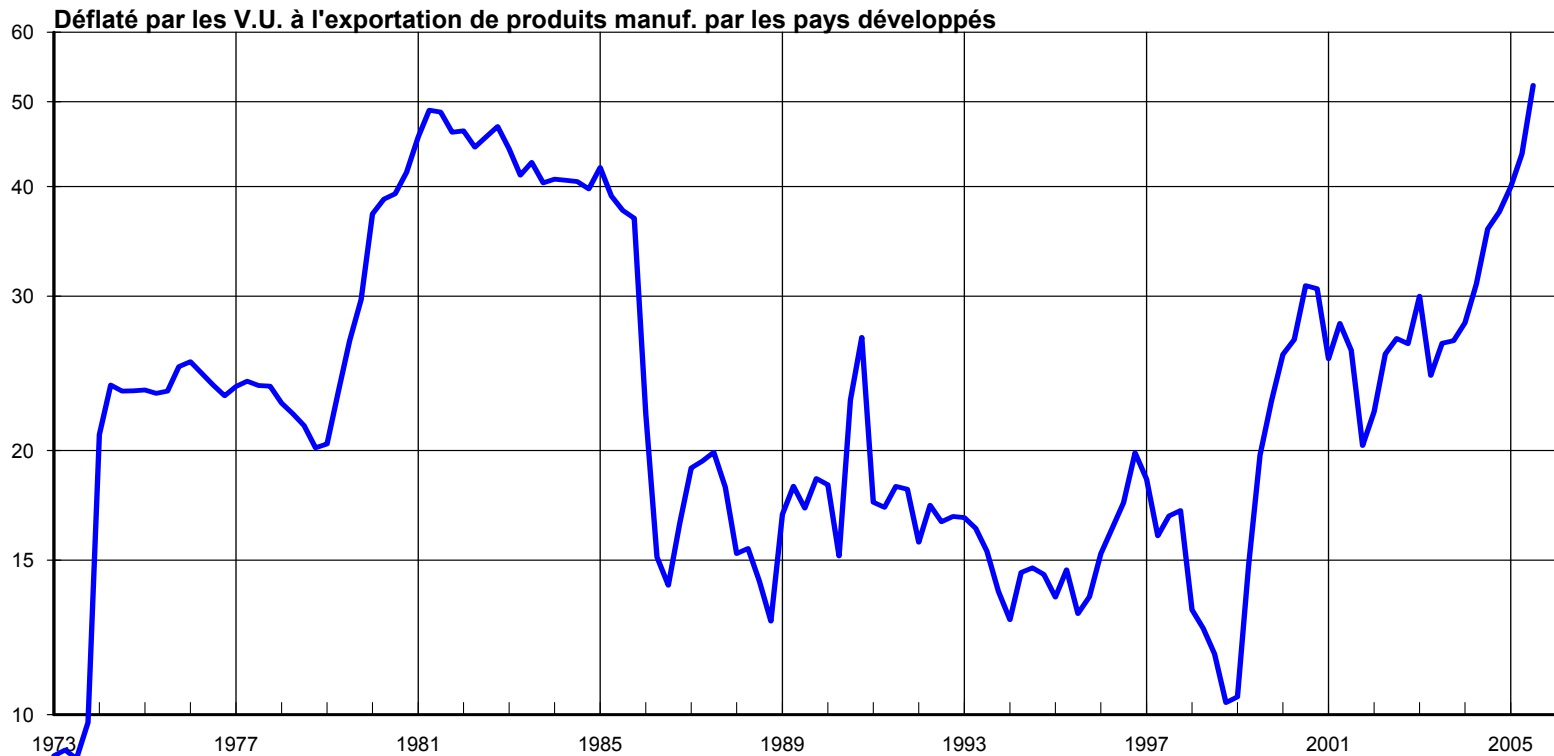
Prix du pétrole



© REXECODE

Les cours du pétrole ont franchi depuis le début de l'année leur plus haut depuis 20 ans

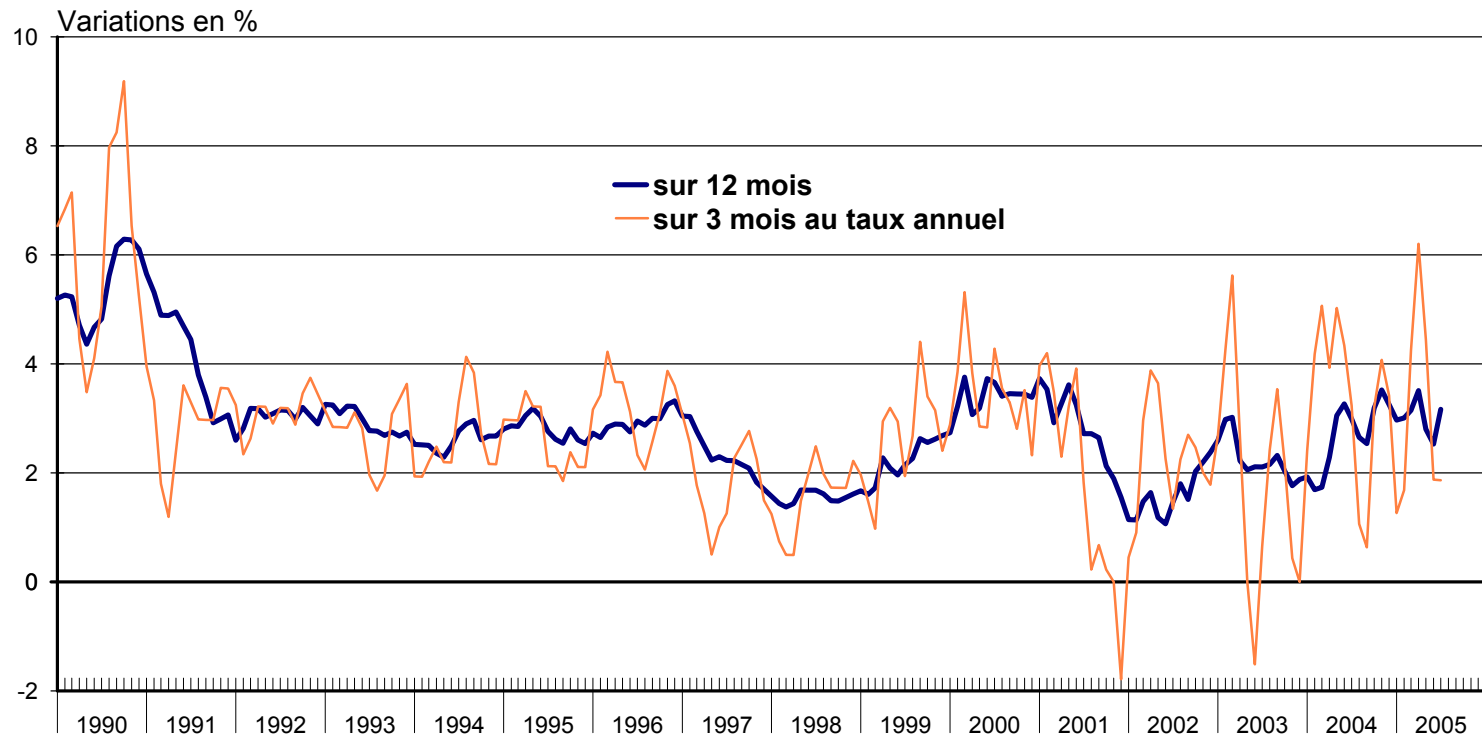
Prix relatif du Brent



© REXECODE

L'inflation augmente un peu aux Etats-Unis

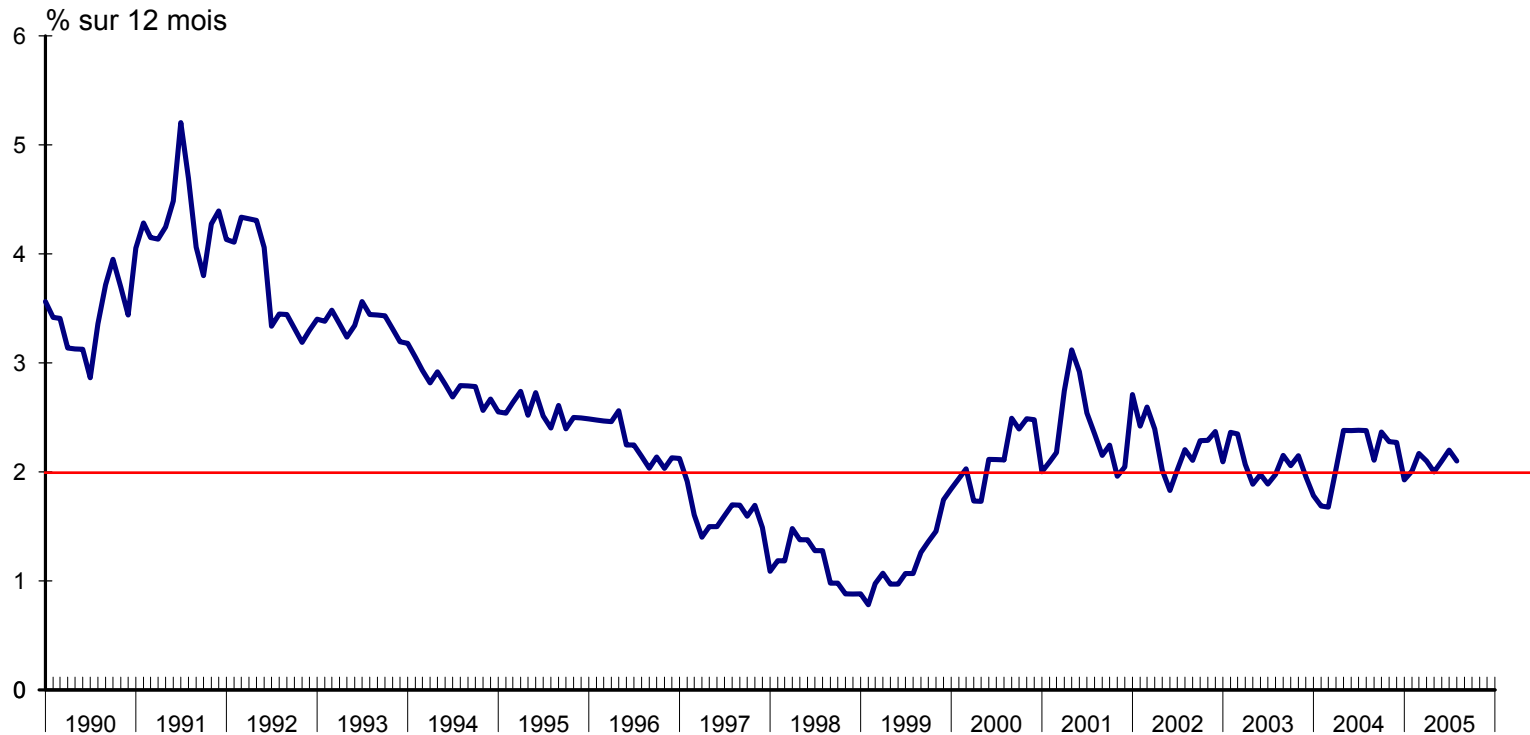
L'inflation globale aux Etats-Unis



© REXECODE

L'inflation est stable dans la zone euro

L'inflation dans la Zone Euro



© REXECODE

Les taux directeurs remontent aux Etats-Unis, pas dans la zone euro

- **Plus de croissance, plus d'inflation aux Etats-Unis**
 - Taux directeurs augmentent de 25 points de base presque à chaque réunion du FOMC (3.75 % aujourd'hui)
- **Faible croissance, inflation (encore) faible dans la zone euro**
 - Les taux directeurs restent sur la ligne des 2%
- **L'euro se déprécie par rapport au dollar**

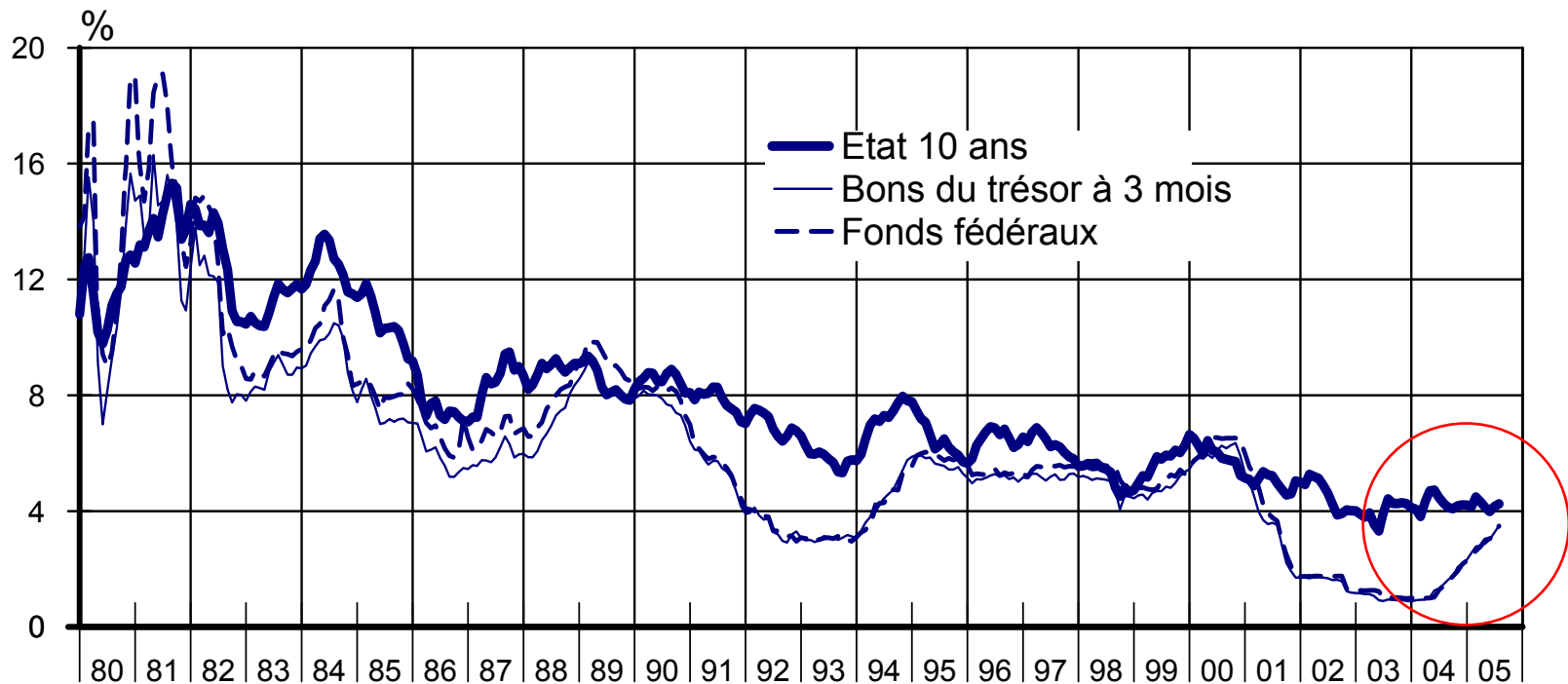
Alan Greenspan

(closing remarks : Jackson Hole, 27 août)

- **Monetary policy cannot ignore the potential inflationary pressures inherent in our current fiscal outlook**
- **The housing boom will inevitably simmer down**
- **House turnover will decline from currently historic levels... prices could even decrease**
- **An end to the housing boom could induce a significant rise in the personal saving rate, a decline in imports and a corresponding improvement in the current account deficit**

Des taux d'intérêt historiquement bas. La courbe des taux s'aplatit

Etats-Unis : taux d'intérêt internes (1980 ...)

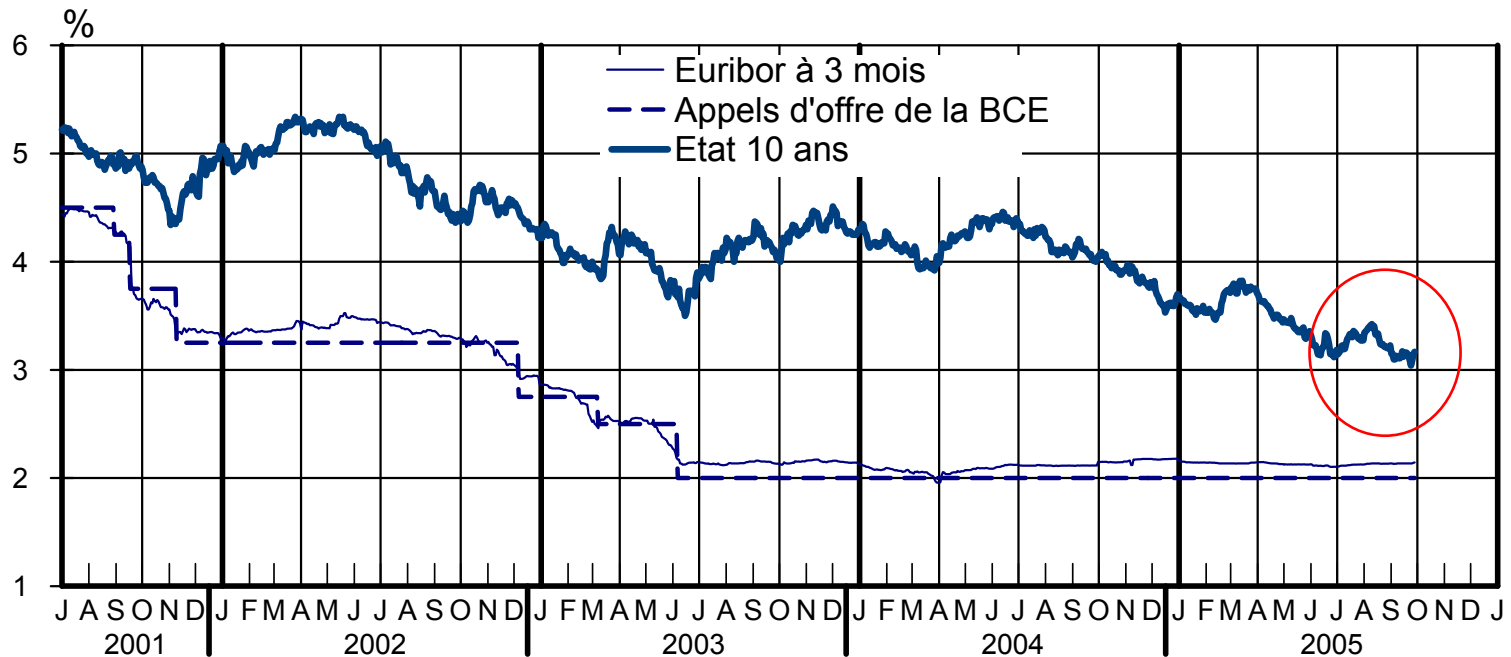


© REXECODE

Le taux de l'OAT à dix ans a retrouvé son dernier point bas

(niveau actuel : 3,17 %)

France : taux d'intérêt internes



© REXECODE

L'énigme des taux longs: un surprenant message des marchés américains

- **Plus de croissance, plus d'inflation, plus de déficit, moins de taux long?**
 - **Croissance du PIB nominal de 6 à 7 %, mais taux longs à 4.2%**
- **Si la Réserve Fédérale monte à 4 % en fin d'année, aux taux longs actuels de 4,20 %, un investisseur considérerait comme « équivalent » de placer en liquidités immédiatement disponibles à 4 % ou de s'engager pour dix ans à 4,10 %: où est l'erreur ?**
 - **A) Les marchés financiers se trompent (les taux vont remonter)**
 - **B) les marchés financiers anticipent une rechute**
 - **C) les marchés financiers sont contraints : les normes IFRS, le cycle de vie des fonds de pensions pousse à une réallocation des actifs favorable aux obligations**

Dans la zone euro, les taux longs ne sont pas aberrants

- Le taux de croissance du PIB nominal est de 3.3 %
- Les taux longs sans risque sont à 3.1 %

Etats-Unis – zone euro

perspective actuelle de taux

| | 1er semestre 2005 | 2e semestre 2005 | 1e semestre 2006 | 2e semestre 2006 |
|-----------------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| Taux de croissance * | | | | |
| Etats-Unis | 3,6 | 3,3 | 1,8 | 2,3 |
| Zone euro | 1,4 | 1,6 | 1,6 | 2,0 |
| Taux d'intérêt ** | | | | |
| Fed | 3,25 | 4,00 | 4,50 | 4,50 |
| BCE | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 |
| Taux à 10 ans ** | | | | |
| T-notes US | 3,91 | 4,30 | 5,00 | 5,00 |
| OAT | 3,14 | 3,40 | 3,50 | 3,50 |

(*) Semestriels, en rythme annuel

(**) En fin de période (fin de semestre)

France : Perspectives 2005-2006

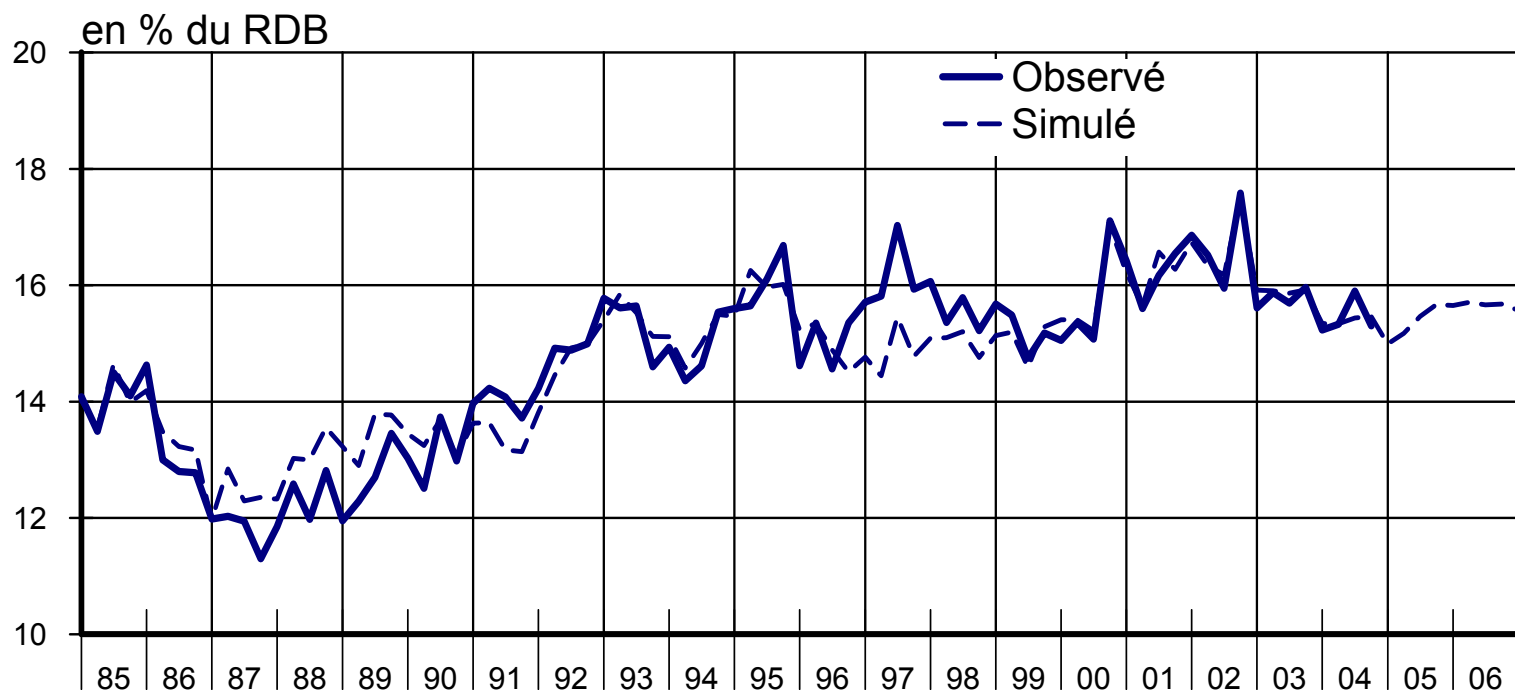
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIB | 1.3 | 0.9 | 2.0 | 1.5 | 1.5 |
| Revenu disponible brut (en euros) | 4.6 | 1.7 | 3.2 | 3.6 | 3.3 |
| Revenu disponible brut | 3.6 | 0.5 | 1.6 | 2.0 | 1.2 |
| Déflateur de la consommation privée | 1.0 | 1.2 | 1.5 | 1.6 | 2.1 |
| Taux de chômage | 9.1 | 9.8 | 10.0 | 10.0 | 9.7 |
| Taux d'intérêt à trois mois | 3.3 | 2.3 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| Taux d'intérêt à 10 ans | 4.9 | 4.1 | 4.1 | 3.4 | 3.5 |
| Solde des comptes publics en % du PIB | - 3.2 | - 4.2 | - 3.6 | - 3.1 | - 3.3 |
| Taux d'Epargne brute des ménages | 16.7 | 15.8 | 15.4 | 15.4 | 15.6 |
| Taux d'Epargne financière des ménages | 7.8 | 6.6 | 5.8 | 5.1 | 4.9 |
| Taux de placements financiers des ménages | 13.3 | 10.7 | 12.2 | | |

Le taux d'épargne brute des ménages français

- **Si la croissance du revenu disponible passe de 1 % à 2 %, le taux d'épargne augmente de 1,1 %**
 - **Les ménages lissent le profil de leur consommation; un surcroît de revenu ou d'épargne (mesures Sarkozy par exemple) ne relance pas la consommation**
- **Si l'inflation augmente de 1%, le taux d'épargne augmente de 0,7 % (effet d'encaisse réel)**
- **Une hausse des taux d'intérêt réel de 100 points de base augmente de 1 %**
- **Les ménages paraissent ricardiens, réagissent négativement aux variations du déficit publics, mais à court terme seulement**

Un léger relèvement du taux d'épargne brute du à la croissance de l'inflation

Taux d'épargne brute des ménages



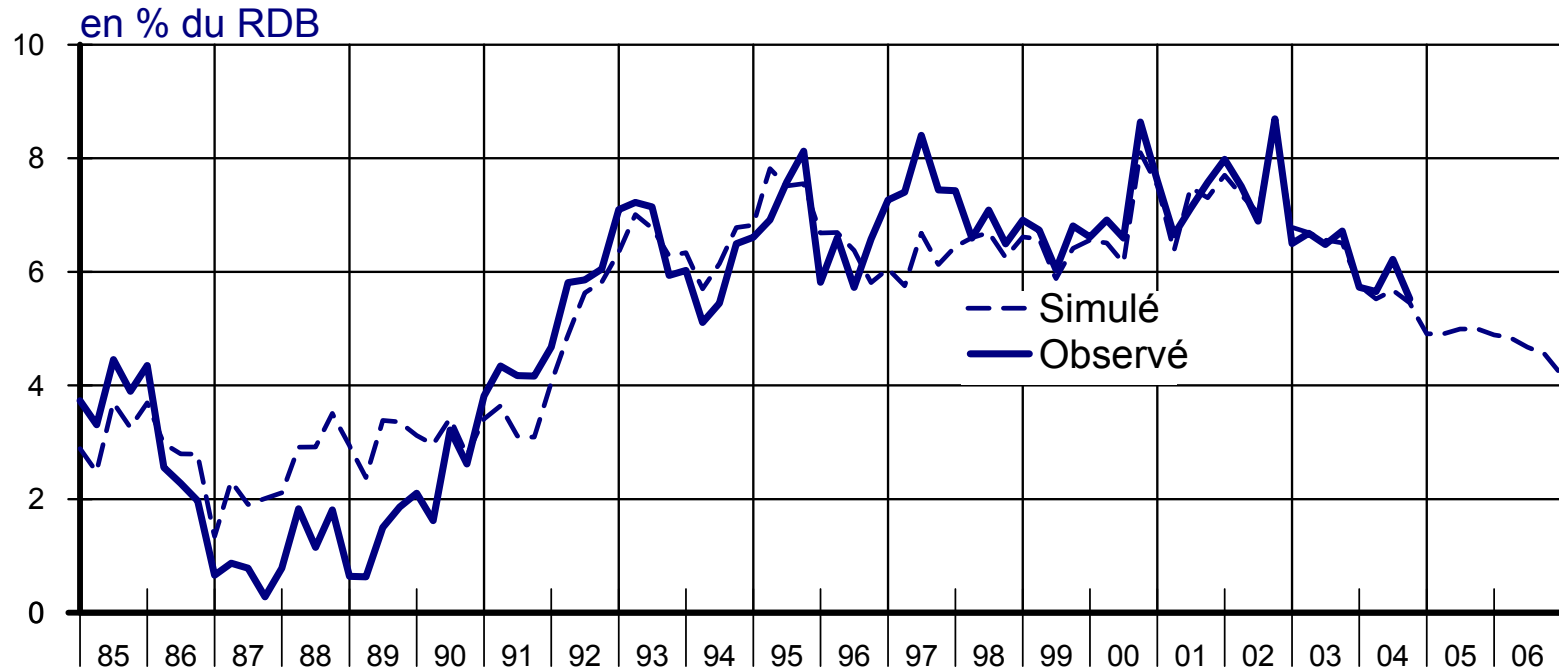
© REXECODE

Le taux d'épargne financière des ménages français

- Il est sensible aux mêmes paramètres que le taux d'épargne brute des ménages
- Mais également à leur situation patrimoniale: une amélioration tend à baisser le taux d'épargne (effet de l'immobilier notamment)

Le taux d'épargne financière baisserait sensiblement en 2006

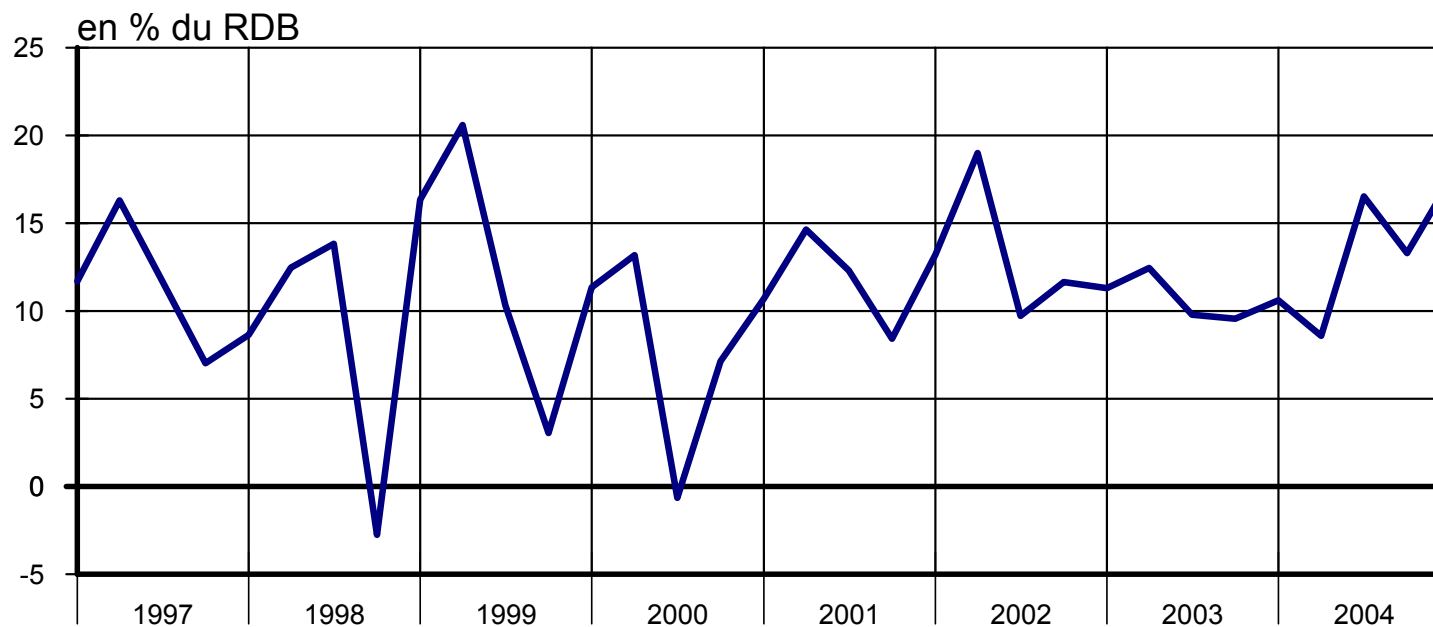
Taux d'épargne financière des ménages



© REXECODE

Le taux de placement financier des ménages semble difficile à modéliser

Taux de placement financier des ménages



© REXECODE

Annexes

Perspectives économiques mondiales

| | 2005 | 2006 |
|-----------------------------------|------|------|
| PIB | | |
| Monde | 4,3 | 3,8 |
| OCDE | 2,7 | 2,3 |
| hors OCDE | 6,6 | 6,0 |
| Prix du pétrole (\$/baril) | 60 | 60 |
| 1 euro = ... dollar | 1,24 | 1,15 |
| 1 dollar = ... yens | 108 | 110 |

Modélisation économétrique du taux d'épargne financière

des ménages à partir des comptes nationaux trimestriels

$$Z_t = \text{Log}\left(\frac{\text{Conso}_t + \text{Inv}_t}{\text{RDB}_t}\right) = \text{Log}(1 - s_{f_t})$$

$$Z_t = b_1 * Z_{t-1} + b_2 * Z_{t-2} + b_3 * d \log(\text{RDB}Q_t) + \dots b_4 * \text{OATr}_t + b_5 * d_{92} + b_6 * (\text{Def}_t - \text{Def}_{t-2}) + b_7 * \text{Situnet}$$

- ♦ **Inv FBCF totale des ménages (yc EI) en euros courants**
- ♦ **OATr Taux des Obligations d'État à 10 ans déflaté par la consommation privée**
- ♦ **Def Capacité de financement des Administrations Publiques en % du PIB**
- ♦ **Situnet Patrimoine net des ménages exprimé en % de leur RDB**

- ♦ **Coefficients et T de Student**

| | | |
|----------------------|----------------|--------------|
| b₁ | 0.61 | (7.3) |
| b₂ | 0.29 | (3.6) |
| b₃ | -0.65 | (7.1) |
| b₄ | -0.001 | (3.0) |
| b₅ | -0.007 | (2.6) |
| b₆ | 0.004 | (3.7) |
| b₇ | 0.00002 | (2.8) |

- ♦ **Qualité du modèle**

R² = 0.96, D.W.(1) 1.8, D.W.(2) 2.1



Modélisation économétrique du taux d'épargne brute des ménages à partir des comptes nationaux trimestriels

$$Y_t = \text{Log}\left(\frac{\text{Conso}_t}{\text{RDB}_t}\right) = \text{Log}(1 - s_t)$$

$$Y_t = a_1 * Y_{t-1} + a_2 * Y_{t-2} + a_3 * d \log(\text{RDBQ}_t) + \dots a_4 * d \log(\text{Defl}) + a_5 * \text{OATr}_{t-2} + a_6 * d_{92} + a_7 * (\text{Def}_t - \text{Def}_{t-2})$$

- ♦ **RDBQ** Revenu disponible brut des ménages en euros constants
- ♦ **Conso** Consommation finale des ménages en euros courants
- ♦ **Def** Capacité de financement des Administrations Publiques en % du PIB
- ♦ **Defl** Déflateur de la consommation privée
- ♦ **d92** Indicatrice Création du PEA (1992-2004)
- ♦ **OATr** Taux d'intérêt des obligations d'Etat à 10 ans déflaté par la consommation privée

- ♦ **Coefficients et T de Student**

| | | |
|----|--------|-------|
| a1 | 0.56 | (7.8) |
| a2 | 0.33 | (4.6) |
| a3 | -0.70 | (8.2) |
| a4 | -0.49 | (2.1) |
| a5 | -0.001 | (2.1) |
| a6 | -0.008 | (3.7) |
| a7 | 0.002 | (3.1) |

- ♦ **Qualité du modèle**

$R^2 = 0.92$, $D.W.(1) = 2.1$, $D.W.(2) = 1.9$

