

L'environnement économique des marchés obligataires

Martine Aubert
 Directeur des études économiques
 CCF

L'année 2000 se termine sur une baisse brutale des taux d'emprunt d'Etat qui ont cassé mi-décembre le niveau de 5 % en Zone Euro et de 5.20 % aux Etats-Unis sur l'échéance 10 ans. Les marchés d'actions corrigent leur surévaluation et les capitaux sont revenus sur les obligations. La courbe des rendements est très inversée aux Etats-Unis et quasi plate sur la Zone Euro, et reflète ainsi les anticipations sur l'année 2001 d'un ralentissement de la croissance et d'une détente des politiques monétaires.

■ La croissance mondiale va perdre 1 % en 2001 après un taux exceptionnel de 4,7 % en 2000. L'année 2000 aura été marquée par une rupture totale des anticipations de croissance entre le début et la fin de l'année.

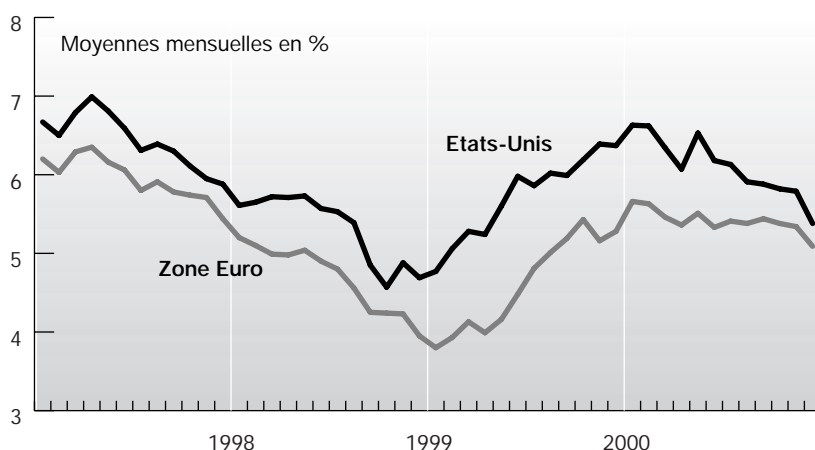
En début d'année, les taux à long terme avaient continué de monter dans la tendance de 1999 sur des craintes de surchauffe internationale. Une croissance forte et généralisée alimentait une hausse des prix des matières premières et tout particulièrement du pétrole. Les indices d'inflation ont en effet marqué une accélération et les politiques monétaires sont devenues plus restrictives.

Mais cette tendance à la hausse des taux à long terme a été très vite brisée, d'abord par une annonce technique venant des Etats-Unis (graphique 1). L'excédent budgétaire de l'année 1999-2000 n'a cessé d'être révisé à la hausse pour atteindre \$ 237 milliards contre \$ 124 milliards l'année précédente, les projections sur les dix ans à venir, certes bâties sur des hypothèses fragiles, envisagent un excédent cumulé de \$ 4.560 milliards. Le programme de rachat de la dette américaine a été accéléré et le Président Clinton avait annoncé que la partie de la dette détenue par le public serait asséchée en 2012. Depuis, les deux candidats à l'élection présiden-

tielle ont présenté des programmes différents d'utilisation de cet excédent budgétaire qui impliquent un échéancier divergent sur l'extinction de la dette. Toutefois, sur l'année 2000, les remboursements ont été supérieurs aux nouvelles émissions ce qui favorisa la baisse des taux. Cette situation va se prolonger, au moins en 2001.

«L'année 2000 aura été marquée par une rupture totale des anticipations de croissance entre le début et la fin de l'année.»

Graphique 1 Taux des obligations gouvernementales à 10 ans



Les taux de la Zone Euro, toujours corrélés à ceux des Etats-Unis, en ont profité en ce sens que la hausse a été stoppée et qu'ils sont restés quasi stables pendant de nombreux mois autour de 5.30/5.40 % sur le 10 ans.

L'écart entre les taux à long terme des deux côtés de l'Atlantique, de plus de 100 points de base en début d'année, s'est fortement réduit (graphique 2), mais l'euro n'en a pas profité.

En milieu d'année, des signes convergents d'un ralentissement de l'activité se sont multipliés dans de nombreux pays consommateurs de pétrole

sous l'effet de l'aggravation du choc pétrolier et des resserrements de politique monétaire. Le ralentissement s'est accusé aux Etats-Unis en fin d'année ce qui a renforcé les craintes d'un «*hard landing*» outre-Atlantique. Les anticipations sur la croissance internationale se sont alors retournées et les marchés d'actions ont fortement baissé. Les capitaux sont revenus sur les obligations permettant ainsi une détente supplémentaire des taux à long terme. Le prix du pétrole a baissé brutalement de presque \$ 10 par baril. La détente n'est pas définitivement acquise ; néanmoins, le prélèvement pétrolier supplémentaire de l'année 2000 va être redistribué, au moins partiellement, dans les mois prochains.

Sur la Zone Euro, la facture pétrolière supplémentaire de 2000 est estimée à 1 % du PIB. A une redistribution possible en 2001, il faut ajouter l'effet de la baisse des prélèvements obligatoires annoncée dans de nombreux pays (0.8 % du PIB au total). La confiance des ménages est restée à des niveaux très élevés fin 2000 grâce à l'amélioration constante du marché du travail. Dès que le pouvoir d'achat donnera des signes d'amélioration en 2001, les dépenses de consommation peuvent s'accélérer. Un cycle de dépenses d'investissement est bien reparti dans la Zone Euro dynamisé par le retard à rattraper dans les NTIC, par les goulots de production dans de nombreux secteurs et par les besoins de productivité et de compétitivité. La demande intérieure va résister en début d'année, puis réaccélérer progressivement. La contribution du commerce extérieur risque en revanche de devenir plus négative.

Au total, la croissance de la Zone Euro va conserver un rythme d'au moins 3 % en 2001 après 3,4 % en 2000 avec un profil annuel différent : le second semestre sera meilleur que le premier.

Aux Etats-Unis, l'ampleur du ralentissement est très incertaine. Il est difficile mais nécessaire de passer d'une situation d'euphorie de croissance à 5 voire à 7 % l'an, financée par l'endettement, à un rythme plus raisonnable de 3 %. La période d'ajustement passe par une phase dangereuse, les marchés financiers sont fragiles. La confiance est essentielle dans cette période délicate avec de plus un changement de Prési-

dent. Heureusement, Alan Greenspan a su conforter cette confiance dans sa politique au fil des années.

Une marge de manœuvre existe du côté de la politique monétaire comme du côté de la politique budgétaire pour enrayer un ralentissement qui deviendrait trop prononcé. Le «*policy mix*» devra aussi naviguer avec un niveau du dollar qui redonne de la compétitivité aux exportations américaines pour réduire le déficit extérieur mais qui continue cependant à attirer les capitaux extérieurs pour financer le déficit accumulé (4.5 % du PIB pour l'année 2000). La parité 1 euro = 1 dollar serait un objectif idéal pour 2001 en moyenne.

Les politiques monétaires pourront se détendre en cours d'année...

L'inflation va se calmer. L'accélération des indices de prix à la consommation en 2000 a été due presque exclusivement à la hausse des prix énergétiques. Les «*core inflation*» ont marqué une accélération beaucoup plus modeste de 2 à 2.5 % pour les Etats-Unis et de 1 à 1.5 % pour la Zone Euro montrant ainsi l'effet disciplinant d'une compétition internationale de plus en plus élargie géographiquement et sectoriellement par les nouvelles technologies. En conséquence, la hausse des prix énergétiques ne s'est pas diffusée comme dans les chocs pétroliers précédents. Dans les prochains mois, les indices de prix repercuteront rapidement le calme re-

venu sur cette composante.

Les marchés de taux à long terme avaient reflété tout au long de l'année une grande confiance dans cette maîtrise de l'inflation. En fin d'année 2000, ils se retrouvent à des niveaux de taux réels (graphique 3) calculés sur l'inflation instantanée, particulièrement faibles historiquement (entre 2 et 3 %). Même si le niveau remonte mécaniquement avec la décélération attendue de l'inflation, il restera un facteur de soutien important de l'activité et anticipe des baisses de taux à court terme.

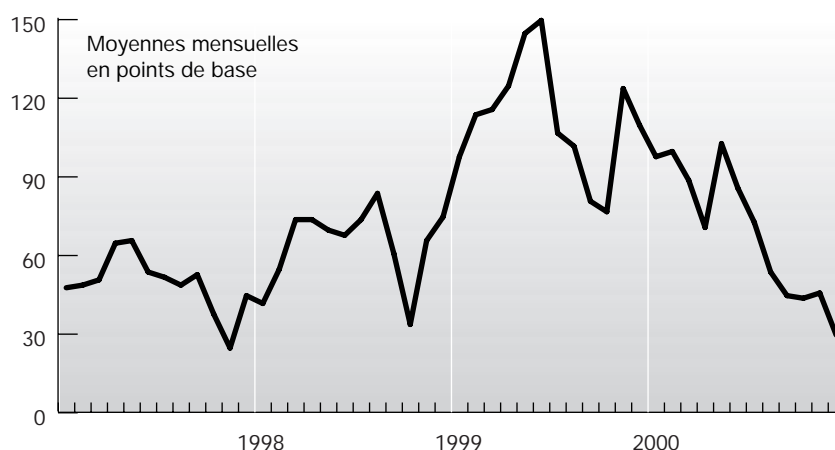
La courbe de structure des taux est très inversée aux Etats-Unis ; les marchés anticipent des baisses de taux prochaines et répétées en cours d'année 2001. Sur la Zone Euro, la courbe est quasi plate. L'échéance d'une détente des taux apparaît à la fois plus lointaine et plus limitée dans son ampleur.

Alan Greenspan a surpris le 3 jan-

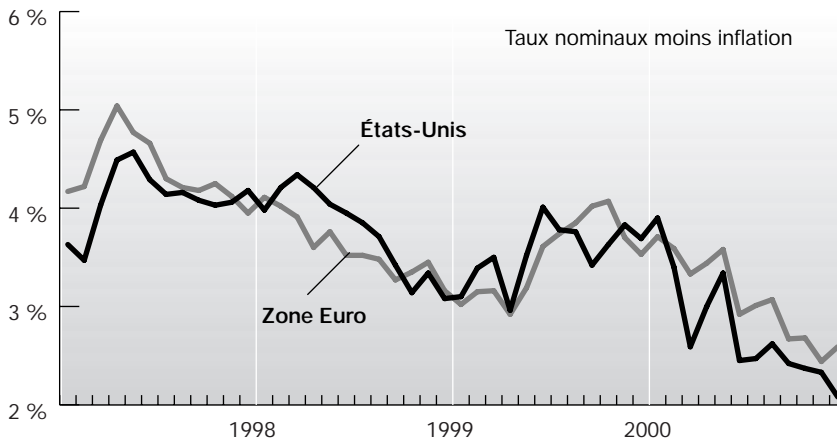
«La croissance de la Zone Euro va conserver un rythme d'au moins 3 % en 2001.»

vier en diminuant de 6.50 à 6 % le taux des *fed funds* et de 6 à 5.75 % le taux d'escompte sous la pression de la chute de Wall Street et l'inquiétude devant la dégradation des indicateurs économiques. Il engage ainsi un cycle de baisse des taux d'intérêt qui devrait être assez rapide compte tenu de la dégradation des équilibres financiers, mais qui pèsera négativement sur le dollar au

Graphique 2 Taux des obligations gouvernementales à 10 ans - écart entre États-Unis et Zone Euro



Graphique 3 Taux réels des obligations gouvernementales à 10 ans



profit de l'euro.

La BCE a un objectif très ambitieux sur l'inflation. Cet objectif de 2 % sera largement dépassé tout au long du 1^{er} semestre. Dans ce contexte, la BCE, qui doit établir sa crédibilité, ne pourra diminuer ses taux d'intérêt. Il faudra donc attendre que l'impact de la baisse des prix énergétiques et du redressement de l'euro soit clairement visible sur l'indice des prix pour qu'une détente des taux soit annoncée. Le mouvement pourra être anticipé au 2^e trimestre au plus tôt si le «*core inflation*» reste toujours très sage autour de 1.5 %, si l'économie allemande manifeste encore des difficultés à redémarrer et surtout si la baisse du dollar aggrave les problèmes de financement du déficit extérieur américain.

... avec une marge plus étroite en Europe

La marge de baisse des taux directeurs en 2001 apparaît, dans le contexte actuel, beaucoup plus étroite dans la Zone Euro qu'aux Etats-Unis (50 points de base maximum contre 100 à 150 points supplémentaires de l'autre côté). Le niveau de départ est plus bas (4.75 % contre 6 %), mais aussi le positionnement dans le déroulement du cycle économique.

Les orientations économiques devraient permettre de consolider la baisse des taux à long terme dans les premiers mois de 2001 : ralentissement de l'acti-

tivité, détente de l'inflation et anticipation de desserrement de politique monétaire. Une remontée brutale analogue à celle de 1999 ne semble pas d'actualité. Néanmoins, l'ampleur de la baisse a été telle fin 2000, du fait des transferts de flux venant des marchés d'actions, qu'il est difficile d'envisager une poursuite importante du mouvement de baisse. C'est donc une volatilité qui peut être observée de + ou -25 points de base autour des niveaux de fin d'année (5 % sur les taux 10 ans Zone Euro et 5.20 % aux Etats-Unis) au rythme des mouvements de capitaux entre les actions et les obligations, ceci tant que la situation de l'économie américaine ne sera pas éclaircie. ●

«Les orientations économiques devraient permettre de consolider la baisse des taux à long terme dans les premiers mois de 2001.»

Achévé de rédiger le 4 janvier 2001.