

Quelles perspectives pour les taux obligataires européens ?

Malgré des tendances de long terme plutôt basses, les évolutions à court terme des taux obligataires pour 2001 resteront heurtées. Suivant le contexte économique international, plusieurs évolutions sont possibles.

Roch Héraud
Economiste

Caisse nationale de Crédit agricole

Des taux longs...

Au cours de la décennie passée, les taux obligataires européens ont bénéficié de la réduction progressive des anticipations d'inflation, au fur et à mesure que les politiques monétaires gagnaient en efficacité (baisse de l'inflation) et en crédibilité (indépendance des banques centrales). Mais aujourd'hui, cette pression baissière devrait progressivement s'estomper : depuis dix ans, l'inflation française et allemande oscille en moyenne aux alentours de 2 % et on imagine mal qu'elle puisse s'établir durablement en deçà. Il existe certes encore une petite marge de manœuvre, le temps que l'Italie et l'Espagne rejoignent cette moyenne, mais c'est l'affaire de deux ou trois années. En conséquence, la baisse des taux obligataires européens liée à la réduction d'anticipations d'inflation devrait bientôt s'achever. Cette moyenne, proche de 2 %, est nettement inférieure à celle des États-Unis (3 %), ce qui plaide en faveur de taux obligataires en euro figurant parmi les plus bas du monde.

... durablement bas

A l'inverse, l'adhésion d'un pays comme la Grèce en 2001, dont l'inflation moyenne sur les dix dernières années dépasse encore 10 %, pourrait générer pendant quelque temps une pression haussière sur les taux obligataires. Toutefois, avec la très forte dégrèvement depuis dix ans des prix grecs – ils sont passés d'un rythme de croissance de 20 % à moins de 4 % actuellement –, la convergence de l'inflation grecque vers

les niveaux des pays du noyau dur pourrait s'effectuer d'ici à 2007. L'un des déterminants à long terme pour les taux obligataires en euro dépendra donc des futurs candidats à l'UEM et de leur passé inflationniste. Cet impact sera proportionnel au poids économique de ces pays dans la zone euro (la Grèce pèse 1,9 % du PIB européen).

Le troisième argument en faveur de taux obligataires durablement bas réside dans l'évolution des finances publiques des différents pays industrialisés. Si, pour un même pays, il est difficile de relier l'évolution des taux obligataires à celle des finances publiques, il est plus aisé de le faire au niveau mondial, c'est-

« Dans les années quatre-vingt-dix, les taux européens ont achevé leur mouvement de décrue et de convergence. »

à-dire en tenant compte de l'ensemble de l'équilibre « offre-demande » de papiers obligataires. Dans ces conditions, les excédents budgétaires affichés depuis plusieurs années aux États-Unis et au Royaume-Uni et l'assainissement progressif des finances publiques européennes sont de nature à réduire l'offre mondiale de papiers obligataires d'État, d'en augmenter donc le prix et par conséquent d'en abaisser le taux de rémunération. Mais c'est également un facteur de risque, dans la mesure où, en

Europe, le relâchement fiscal sans réduction des dettes publiques pourrait remettre en cause cette tendance à l'amélioration des finances publiques.

Trois scénarios en 2001

Cette année, l'aplatissement dans la zone euro et l'inversion aux États-Unis ont été les thèmes dominants sur les courbes de rendement. Pour 2001, on peut envisager trois scénarios et y associer une probabilité de réalisation.

■ **La courbe des taux se repentifie**, soit par une hausse de la partie longue de la courbe, soit par une baisse de sa partie courte. Ces deux hypothèses relèvent de scénarios économiques bien distincts :

- *dans le premier cas* (hausse des taux longs), l'économie mondiale cesse de déceler. La détente déjà observée des taux obligataires ou l'assouplissement des politiques budgétaires européennes suffisent à relancer le moteur de la croissance, la baisse du chômage génère des tensions salariales et l'inflation refait surface. La hausse des taux obligataires précède alors celle des taux monétaires ;

- *dans le second cas*, la décélération de l'économie mondiale est plus forte que prévu et révèle des déséquilibres insoutenables : financement du déficit courant américain, endettement des agents privés... L'atterrissage est brutal. La baisse concomitante des prix du pétrole et donc des prix de détail redonne une marge de manœuvre aux banques centrales, qui s'empressent d'abaisser leurs taux directeurs.

UEM : un régulateur

La création effective de l'UEM en 1999 a constitué un tournant pour les marchés obligataires. La conduite de la politique monétaire européenne par une organisation unique, indépendante et aux prérogatives bien définies offre un certain nombre de garanties contre toute résurgence inflationniste durable. Par ailleurs, la disparition des primes de risque liées

au taux de change à l'intérieur de la zone euro a fait disparaître, ou tout du moins diminuer, les primes de risque payées par les monnaies des pays périphériques (i.e. hors noyau dur), ce qui réduit d'autant les taux obligataires européens. Enfin, l'émergence d'un marché obligataire européen profond et unifié est de nature à accroître son efficacité et à réduire les

primes de liquidité. Ce n'est pas un hasard si les émissions nettes en euro sur les marchés obligataires mondiaux ont été multipliées par 2,5 en 1999. Dans les années quatre-vingt-dix, les taux européens ont donc achevé leur mouvement de décrue et de convergence. La question qui se pose à présent est de savoir quelle peut être leur évolution future.

■ **La courbe des taux s'inverse.** Là encore, cette situation peut découler de deux scénarios :

- la croissance européenne reste forte, mais la BCE, préoccupée par la menace d'une inflation salariale et l'assouplissement généralisé des politiques budgétaires, opère un resserrement monétaire préventif afin de ramener le *policy mix* sur des niveaux moins accommodants. Pris à contre-pied, les marchés obligataires anticipent un ralentissement de

l'activité économique suite à ces ressernements monétaires : les taux longs diminuent ;

- la situation de l'économie européenne se stabilise, mais l'économie américaine ralentit fortement et rentre en récession. Les taux obligataires américains, puis européens s'effondrent, mais le maintien de pressions inflationnistes élevées (tensions sur les marchés du travail) empêche la BCE d'accompagner le mouvement.

■ **Le troisième scénario est une version plus douce du précédent.** L'économie américaine évite la récession et les économies européennes se stabilisent sur un rythme de croissance de 3 % l'an. Les pressions inflationnistes restent contenues, mais nécessitent un gel des politiques monétaires. Le rally obligataire s'interrompt aux alentours de 5,2 % aux États-Unis et de 5 % en Europe. La courbe des taux européenne reste plate. C'est le scénario que nous privilégions.

Quelques évolutions possibles de la courbe des taux européenne en 2001

| | Scénario 1 | | Scénario 2 | | Scénario 3 |
|-------------------------|--|--|--|--|---|
| | Pentification de la courbe | | Inversion de la courbe | | Aplatissement de la courbe |
| | 1 ^{er} cas | 2 ^e cas | 1 ^{er} cas | 2 ^e cas | |
| PIB | | | | | |
| Etats-Unis | Accélération de la croissance mondiale | L'économie mondiale rentre en récession | Ralentissement modéré de l'économie mondiale | Récession aux USA Ralentissement en UEM | Ralentissement aux USA |
| UEM | | | | | L'UEM résiste bien |
| Inflation | | | | | |
| Prix du pétrole | Flambée des cours | Chute des cours | Stabilisation des cours... ...et de l'inflation | Baisse importante | Baisse légère |
| Prix de la consommation | Accélération | Risque de déflation | | Modération | Modération |
| Taux | | | | | |
| Taux courts | La hausse des taux courts est anticipée par les marchés obligataires | Forte baisse des taux directs suivie d'une moindre décrue des taux longs | La BCE sur-réagit au laxisme budgétaire | Forte baisse aux USA plus modérée en UEM | Légère baisse aux USA stable en UEM |
| Taux longs | | | Baisse des taux longs européens | Rally obligataire provoqué par les taux | Légère décrue en UEM dans le sillage US |
| Probabilité | 5 % | 5 % | 20 % | 20 % | 50 % |

Flash-back

● Les années soixante-dix : l'explosion du SMI

Depuis le point haut atteint au début des années quatre-vingt, le cheminement des taux obligataires européens s'apparente à un long mouvement de décrue. C'est également un vaste mouvement de convergence qui aboutit, avec la création de la monnaie unique en 1999, à une quasi-confusion des niveaux de rendement. Il convient cependant de remettre en perspective ces évolutions : si l'on remonte un peu plus loin dans le temps, les conditions actuelles constituent en fait un simple retour à la situation qui prévalait dans les années soixante, à une époque où les marchés obligataires italien et français surperformaient régulièrement le marché allemand.

Le tournant se situe dans les années soixante-dix, au moment où la crise du système monétaire international – SMI – (1971-1973) s'est traduite par l'abandon de l'étalon dollar, un retour brutal à un système de change flexible et où les chocs pétroliers (1973, 1979) ont provoqué partout dans le monde de fortes pressions inflationnistes.

Les réponses à ces chocs apportées par les économies européennes ont alors divergé. Les banques centrales française, italienne et espagnole, subordonnées au pouvoir politique, devaient à la fois lutter contre l'inflation et tenir compte de la dégradation de la conjoncture économique, de la hausse du chômage et des échéances électorales. Cette dispersion des objectifs, accompagnée en France d'une «politisation» accrue (restauration de l'encadrement du crédit en 1972), a nui à l'efficacité de la politique

monétaire. A l'inverse, l'indépendance statutaire de la Bundesbank garantissait à son action davantage de crédibilité et donc d'efficacité. Pendant toute cette période, les inflations française (14 %), italienne (21 %) et espagnole (25 %) se sont envolées, alors que l'inflation allemande restait donc contenue en deçà de 10 %.

Dès lors, les marchés obligataires, confrontés à un risque inflationniste, ont exigé des primes de risque plus élevées, la hausse des taux longs ne faisant que traduire l'élévation des inflations nationales.

● Les années quatre-vingt : la globalisation des marchés financiers

Ce retour sur le passé permet d'illustrer quelques déterminants «classiques» des taux obligataires : passé inflationniste, politique monétaire et manière dont celle-ci est perçue par les agents. Les années quatre-vingt, avec l'internationalisation et la libéralisation des marchés financiers, en apporte un troisième.

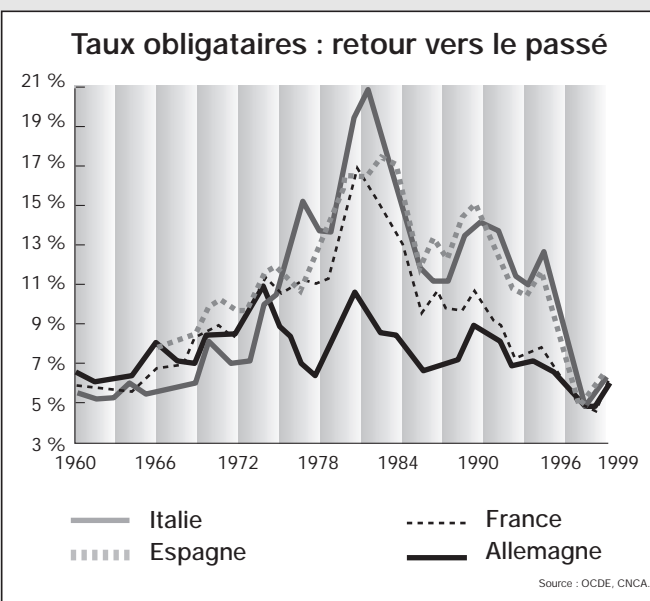
Evolution...

Ces bouleversements se sont en effet accompagnés d'une mise en concurrence des marchés de capitaux nationaux à l'échelle internationale. Afin d'attirer l'épargne étrangère, de retenir l'épargne nationale et donc de financer la croissance économique à un moindre coût, il fallait que les marchés obligataires offrent le meilleur profil «risque-rendement» possible ; ce qui était loin d'être le cas en Europe, exception faite de l'Allemagne. Les banques centrales européennes ont donc dû tenir compte de cette nouvelle donne : elles ont commencé à mener, avec l'aval de leur gouvernement respectif, une politique adaptée à ce contexte concurrentiel, c'est-à-dire une politique visant à réduire les risques portés par les investisseurs. D'où une convergence progressive des politiques monétaires vers un mode de gestion unique : lutte contre l'inflation et indépendance des banques centrales.

... et réorganisation

Dans cet exercice de réduction des risques, les

contraintes inhérentes à l'appartenance et au maintien des pays d'Europe au système monétaire européen (SME) ont apporté une rigueur accrue dans la mise en œuvre des politiques monétaires avec un alignement de fait sur celle de l'Allemagne. La combinaison de ces deux facteurs a conduit à un mouvement généralisé de désinflation, une réduction des anticipations d'inflation et in fine une diminution des taux longs européens nominaux. La conséquence de cette internationalisation des marchés financiers va de pair avec une réduction progressive des considérations domestiques dans la détermination des taux longs au profit d'une dimension internationale. Autrement dit, le niveau actuel des taux longs européens ne reflète pas seulement les anticipations d'inflation pour la zone euro, mais aussi l'évolution des taux longs américains ou, plus généralement, l'équilibre «offre-demande» de papiers obligataires au niveau mondial. C'est le sens du phénomène de «fly to quality» auquel on a assisté au moment de la crise des pays émergents et qui s'est traduit par une baisse sans précédent des taux obligataires américains et européens. Une façon de «mesurer» cette internationalisation des marchés obligataires est de comparer les évolutions respectives des taux européens et américains. Depuis trente ans, les taux du *bund* à dix ans répercutent les inflexions de la politique monétaire de la Bundesbank dans des proportions qui ont peu varié dans le temps : l'élasticité des taux longs aux taux courts oscille entre 0,3 (1970-1980 et 1991-2000) et 0,5 (1981-1990). Sur la même



période, la corrélation entre les taux obligataires de part et d'autre de l'Atlantique n'a cessé de s'accroître et, depuis 1991, le *bund* répercute en moyenne l'intégralité des variations des taux dix ans américains.

● **Les années quatre-vingt-dix : la marche vers l'euro**

Après l'explosion du SMI dans la décennie soixante-dix, les années quatre-vingt s'apparentent donc à une période de reconstruction, période pendant laquelle les acteurs économiques se sont progressivement habitués aux nouvelles règles du jeu : mondialisation des économies, interdépendance et rigueur des politiques monétaires européennes, désinflation...

Les taux obligataires – en hausse, puis en baisse – reflètent ces changements de régime. Les années quatre-vingt-dix marquent l'arrivée à maturité de ce nouveau système monétaire international.

En Europe, les tendances qui se dessinaient au cours de la décennie précédente se sont renforcées avec la marche des pays européens vers la monnaie unique : libération complète des mouvements de capitaux, adoption de statuts garantissant l'indépendance des banques centrales nationales vis-à-vis des autorités politiques, lutte contre l'inflation... Le respect – au moins théorique – des critères de Maastricht a également imposé aux candidats à l'euro une discipline budgétaire, dont les effets sur la dette publique se font à présent sentir avec le retour de la croissance. Même si le lien entre taux longs et dette publique est difficile à mettre en évidence d'un point de vue statistique, cette réduction des dettes européennes a sans doute joué un rôle dans l'abaissement des taux obligataires réels. ●