

L'euro et les marchés de capitaux

Le basculement à l'euro constitue un changement d'échelle radical. Il faudra désormais compter avec un bloc dont la taille est comparable à celle des Etats-Unis.



Jean-Paul Oudet
Directeur
des marchés de taux
et de change
Société générale

Dans moins d'un mois, l'euro va devenir la monnaie unique de 11 États de l'Union européenne. Si le 1^{er} janvier 1999 marque le commencement de ce qu'on appelle la période de transition, il s'agit en fait, pour les marchés, d'un véritable big bang. Le 31 décembre 1998, les parités entre les monnaies *in* et l'euro seront fixées de manière irrévocable et les intervenants financiers devront alors basculer tous leurs systèmes pour être prêts à fonctionner le 4 janvier 1999, date à partir de laquelle les marchés financiers fonctionneront exclusivement en euro*.

Une politique monétaire «new look»

Une des principales évolutions relève des nouvelles modalités de la politique monétaire. Son point central est l'objectif assigné à la Banque centrale européenne : assurer la stabilité des prix. Si l'objectif n'est pas nouveau, il s'inscrit dans un contexte renouvelé caractérisé par le degré d'ouverture de la zone euro. Rapportée au PIB, la moyenne des exportations et importations de tous les pays européens s'établit autour de 15-20 %. Cependant, abstraction faite du commerce intra-communautaire, on s'aperçoit que le degré d'ouverture est considérable-

* Ce texte s'inspire des propos tenus par l'auteur lors de son intervention au *Club Banque* du 17 septembre dernier : «Euro, le week-end du 1^{er} janvier 1999».

ment réduit puisqu'il s'établit à un niveau similaire à ce qu'on trouve aux États-Unis ou au Japon : entre 5 et 10%. Cette situation va avoir des conséquences importantes en matière de politique monétaire, puisque les risques d'inflation importée sont moindres, et la contrainte de change relâchée. Ainsi, la politique monétaire peut se concentrer davantage sur les problèmes économiques internes et non plus sur les questions de parité externe. Ceci devrait permettre à la Banque centrale européenne d'adopter des taux inférieurs à ce qu'ils sont aujourd'hui dans l'Union européenne.

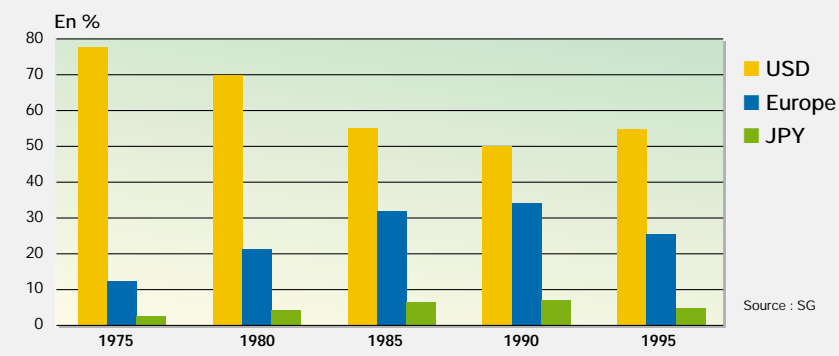
Vers un euro fort

La première question qui se pose aujourd'hui concerne évidemment la force ou la faiblesse de l'euro, face au

dollar notamment. Ce dernier joue un rôle prédominant dans la facturation des échanges internationaux (plus de 40 % du commerce mondial est libellé en dollar) et constitue, d'autre part, la monnaie de réserve par excellence. A compter des années 90, le mouvement d'érosion de la part du dollar dans les échanges internationaux – observable pendant près de deux décennies – s'est inversé, en raison notamment de la réunification allemande, des préparatifs de l'Union monétaire et des incertitudes qui en ont découlé sur les marchés ①. Ce renforcement relatif du dollar ne semble être que conjoncturel et ne devrait pas remettre en cause une tendance inverse beaucoup plus lourde, et qui devrait s'accélérer avec l'arrivée de l'euro. On peut donc concevoir à terme une situation d'équilibre où le dollar et l'euro représenteraient des montants équivalents dans les réserves de change, aux alentours de 40 % chacun.

Par conséquent, l'euro sera d'emblée perçu comme une alternative crédible au dollar. Les banques centrales non européennes devront constituer leurs réserves en euro, qui dopera ce-

① Evolution de la répartition des réserves de change



lui-ci vis-à-vis du dollar. Inversement, les banques centrales européennes ne se trouvent pas dans la situation symétrique puisque, eu égard au degré d'ouverture de l'Union européenne, les besoins de réserves en devises de la zone sont très inférieurs à la somme des besoins actuels des pays qui la constituent. Elles seront donc amenées à se défaire de dollars excédentaires, élément favorable à la force de l'euro. On notera également que les institutions financières asiatiques s'interrogent sur les modalités et le calendrier du réajustement de leur portefeuille afin de donner à l'euro une part bien plus importante que celle de la somme des monnaies européennes aujourd'hui. Ces différents éléments

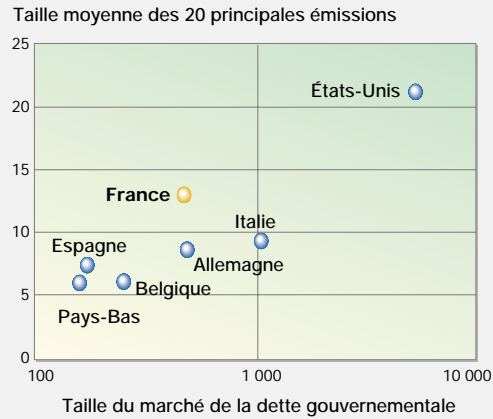
«Des Etats qui s'efforcent aujourd'hui d'avoir une courbe de taux à peu près complète sur l'ensemble des échéances n'y seront plus contraints.»

viendront s'ajouter à des considérations d'ordre structurel : une balance courante excédentaire, des finances publiques assainies, des politiques budgétaires surveillées et une banque centrale indépendante. Il est donc raisonnable, au vu de ces éléments, de prévoir plutôt un euro fort.

Le deuxième marché obligataire mondial

Le marché obligataire est probablement le segment le plus touché par la mise en place de l'euro. L'effet de taille est évident. Avec près du tiers du total, l'Europe va devenir le deuxième marché obligataire mondial, après le marché américain (39,6 %), devant le Japon (13,9 %) et le Royaume-Uni (7,3 %). Cependant, si la dette d'Etat est, aux Etats-Unis, le fait d'un seul émetteur, chacun des 11 pays prenant part à l'Europe va continuer d'avoir sa propre politique d'émission et les différentes souches émises par les Etats ne seront bien sûr pas fongibles. Le marché restera donc morcelé. En outre, ce morcellement est conforté par la modestie de la taille moyenne des émissions des Etats européens par rapport à celles du Trésor américain ②.

② Liquidité comparée des émissions (en milliards d'euros)



Dans l'Europe des émissions, la France se singularise. Ceci traduit la politique menée depuis plus de dix ans par le Trésor français, consistant à procéder par voie d'assimilation par la constitution d'un nombre limité de souches de taille importante, donc très liquides.

La conséquence de ce morcellement est que la courbe de référence des emprunts obligataires sera très hétérogène. Si l'on s'intéresse aux encours des différents pays, on constate que ce qui sera l'emprunt de référence (le *benchmark*) ne sera pas forcément l'emprunt d'un seul Etat membre pour tous les types de maturités. En retenant ce seul critère, on peut ainsi penser que c'est plutôt l'Italie qui sera l'emprunt de référence sur les maturités courtes (2 ou 5 ans), la France sur le 10 ans et l'Allemagne sur le 15 ans ③. La réalité est plus complexe. En effet, ce n'est pas seulement l'encours global qui importera mais également la taille des émissions individuelles. A ce titre, la France est donc, pour la raison mentionnée dans l'encadré ②, un peu mieux placée que ce que semble indiquer l'encours global.

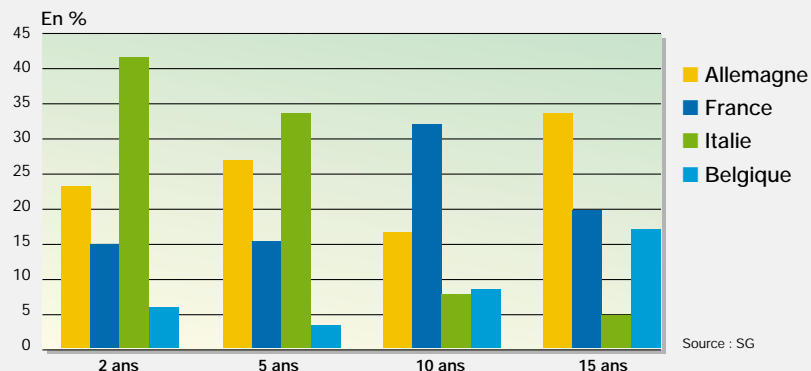
En outre, des Etats qui s'efforcent aujourd'hui d'avoir une courbe de taux à peu près complète sur l'ensemble des échéances n'y seront plus contraints. De petits pays pourront choisir de créer des *benchmarks* sur

une ou deux maturités, sans essayer d'avoir des tailles d'encours moyennes réparties sur l'ensemble de la courbe.

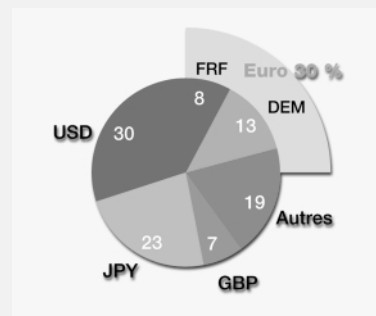
Des crédits de moins bonne qualité.

Cette modification ne se limitera pas à la dette d'Etat et l'on assistera à une évolution, progressive mais profonde, du marché du crédit. Quand on examine la distribution de la notation des émetteurs en Amérique du Nord et en Europe, on constate, en essayant de regrouper les notations majoritaires, que la notation qui constitue aujourd'hui plutôt le plancher des notations sur le Vieux Continent constitue plutôt le plafond outre-Atlantique. Ainsi, les notations supérieures ou égales à A représentent 86 % du marché européen, tandis qu'aux Etats-Unis, ce sont les notations inférieures ou égales à A qui représentent 86 % des encours. Si l'on se contente de cette analyse grossière, on peut penser que le marché du crédit obligataire va évoluer dans le sens d'une détérioration de la qualité des crédits. L'analyse des besoins des intervenants

③ Répartition des émissions obligataires selon leur maturité



④ Le marché des swaps de taux (en %)



Si le nominal des contrats en vie progresse, passant ainsi de 19 171 milliards de dollars fin 1996 à 22 115 à la mi-1997, la répartition par devises reste stable.

confirme cette impression. Aujourd'hui, les gérants qui souhaitent améliorer le rendement de leur portefeuille peuvent s'adresser aux marchés périphériques et jouer un peu sur les variations de change entre ces marchés. Il est clair que ces possibilités d'interventions intra-européennes disparaissant, les gestionnaires auront toujours à cœur de faire mieux que les autres et que les rémunérations de crédit seront un moyen d'améliorer ces rendements. La circonstance qu'il y aura plus d'intervenants sur un marché plus important permettra de lancer et de placer au niveau de l'ensemble des investisseurs européens des émissions sur des niveaux moyens de notation inférieurs.

La notion de marché domestique va se trouver complètement transformée, comme les contraintes qui y sont attachées pour les compagnies d'assurance ou les fonds de pensions. On estime que les réallocations de portefeuilles qui vont intervenir, notamment dans le souci de diversification sur les émetteurs européens au détriment de la base nationale, peuvent représenter entre 500 et 1 000 milliards d'euros, une somme considérable. Ces évolutions n'auront pas d'impact sur l'euro puisqu'il s'agira de réaménagements au sein de la zone. En revanche, elles pourront avoir un impact significatif sur la hiérarchie des *spreads*. On note en effet, et très schématiquement, que les émetteurs nationaux bénéficient encore d'une certaine prime ; celle-ci va disparaître dans la mesure où les investisseurs pourront s'adresser à des notations équivalentes dans d'autres pays.

A côté de cette évolution du marché du crédit, des marchés nouveaux vont venir se greffer. Ceux-ci sont en train d'émerger, comme celui des crédits dérivés, de la titrisation, des obligations à haut rendement, ainsi que les marchés émergents.

Un marché des swaps actif

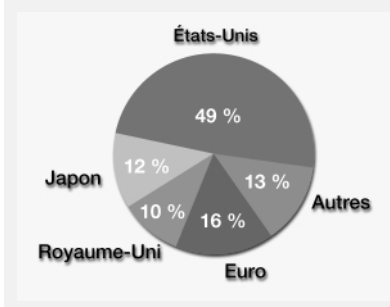
Le marché des swaps en euro n'a pas attendu 1999 et est actif depuis quelques mois. A l'instar de ce qui se passera sur le marché obligataire, les encours de swaps en euro auront eux aussi une taille comparable au marché du dollar, à la différence près qu'il n'y aura plus moyen de distinguer, à compter de janvier 1999, un swap en euro provenant d'un swap en franc ou d'un swap en deutschemark. Tous les swaps seront totalement fongibles. Le marché sera beaucoup plus important, directement comparable au marché du dollar ④. Il en résultera donc une concurrence, une transparence et une liquidité accrues.

Elargissement des *spreads*. En termes d'évolution de marché, le phénomène principal semble devoir être l'élargissement du *spread* entre les rendements des obligations d'Etat et le rendement des swaps. Tel est déjà le cas du marché américain, où l'on constate historiquement que les *spreads* swaps/Etat sont plus larges, entre 20 et 30 points en moyenne, que sur les marchés européens. Un autre facteur technique qui doit également jouer en ce sens réside dans le marché obligataire lui-même : si la dette publique se réduit, les émissions d'Etat se feront moins nombreuses et les obligations d'Etat se renchériront par rapport aux swaps.

«La notion de marché domestique va se trouver complètement transformée, comme les contraintes qui y sont attachées pour les compagnies d'assurance ou les fonds de pensions.»

Si l'on suit l'intuition selon laquelle les Etats s'efforceront de concentrer leurs émissions sur des souches plus liquides, on devrait en outre voir apparaître une prime de liquidité qui pourrait atteindre le niveau de 10 points de base. Enfin, on notera que les évolutions du marché

⑤ Structure de la capitalisation boursière mondiale après l'euro



du crédit et la remise en cause corrélative de la hiérarchie des *spreads* (du fait de la disparition de la prime nationale) devraient logiquement s'étendre aux *ratings* bancaires. Dès lors, les *spreads* de swaps, qui représentent le *spread* de la signature bancaire en moyenne, devraient s'élargir.

Un marché actions paneuropéen

A l'échelle mondiale, les marchés actions européens apparaissent petits et éclatés. L'arrivée de l'euro donnera naissance au deuxième marché actions au monde, après le marché américain ⑤. Dès lors que les conditions sont égalisées en termes de monnaies ou de taux et que la convergence attendue des cycles économiques des pays concernés se réalise, la corrélation des évolutions se déplace du terrain géographique au terrain sectoriel. L'analyse suivra ces évolutions : elle ne se fera plus pays par pays mais au sein d'un secteur sur l'ensemble des entreprises européennes.

Concentration des acteurs. L'apparition d'un marché unique, plus important, autorisant les économies d'échelle et une compétition plus rude, va bouleverser l'environnement de tous les intervenants, entreprises, institutions financières, compagnies d'assurance et caisses de retraite. Les banques et intermédiaires financiers n'échappent évidemment pas à ce mouvement. L'Europe devrait à terme compter des intervenants plus importants mais moins nombreux, au bénéfice des utilisateurs. Ils pourront accéder à un marché qui sera non seulement plus profond et plus liquide, mais également plus professionnel et plus efficient ■