

L'avenir des taux d'intérêt dans la zone euro

Jean-Pierre Petit
Sous-directeur
Direction des études
BNP



Les facteurs structurels plaident en faveur de taux d'intérêt durablement bas. Quant aux écarts de taux, on devrait assister à un double processus d'égalisation pour la dette souveraine et d'élargissement pour le *corporate debt*.

Prévoir l'évolution tendancielle des taux d'intérêt est un exercice complexe, compte tenu notamment de la multitude des facteurs déterminants. Les travaux les plus récents (1) évoquent le rôle de l'épargne, l'inertie des anticipations d'inflation, la crédibilité de la politique monétaire, le taux de rendement du capital, les politiques budgétaires, le solde de la balance courante, la position extérieure...

Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt longs atteint récemment en Europe continentale (2) a été généralement associé à l'impact de la crise asiatique, du fait des flux de capitaux rapatriés des marchés émergents vers les marchés obligataires occidentaux, et de la réduction de l'inflation anticipée.

En fait, on peut se demander si cette crise n'a pas, d'une certaine façon, «avancé» un processus qui se serait, de toute façon, produit tôt ou tard en Europe. L'un des objectifs de l'euro n'est-il pas d'avoir, sur le long terme, les taux d'intérêt les plus faibles possibles ?

Jusqu'à une période récente, les «effets de mémoire» (inflation plus forte qu'aujourd'hui, incertitudes sur l'euro, déficits publics plus élevés qu'aujourd'hui) ont pu être expliqués par le maintien de taux longs à un niveau encore relativement élevé. L'expérience des vingt dernières années montre en effet la grande inertie, dans les marchés, des anticipations d'inflation qui reposent sur une mémoire longue des hausses de prix passées. N'oublions pas, par exemple, que c'était notamment l'inertie des anticipations d'inflation qui

avait été à l'origine de la brusque montée des taux longs réels dans les pays industrialisés au début des années 1980. Parmi les pays européens, ceux qui avaient encore les taux longs les plus élevés au milieu des années 1990 étaient également ceux qui avaient l'inflation de longue période la plus forte.

Cet effet a encore sans doute joué dans la période récente, quoique à un moindre niveau, car beaucoup d'analystes avaient estimé que le processus de baisse se réaliserait de façon plus graduelle, en raison de ces effets de «mémoire».

Les taux nominaux devraient rester bas en 1998...

Le mouvement de baisse apparaît en tout cas très solide et est allé de pair avec la crédibilité accrue du projet d'UEM à partir de 1995 et ce, en dépit du contexte de reprise économique amorcée à l'automne 1997 en Allemagne et en France (en 1986-1987, la reprise économique s'était au contraire accompagnée de tensions).

Nous avons adopté l'hypothèse que la mise en œuvre de l'euro, à partir de 1999, ne connaîtra pas de crise politique ou économique grave ; en particulier notre scénario repose sur une croissance moyenne du PIB de la zone euro de 3 % en 1998 et 3,2 % en 1999.

De même, nous avons admis que l'ensemble des taux courts de la zone euro (y compris italiens et espagnols) convergera vers les taux courts allemands et français en 1998 (autour de

3,60 % pour le trois mois), ce qui est conforme à l'histoire récente et à la logique de Maastricht, qui est celle d'un alignement sur les meilleurs fondamentaux et non pas sur une «moyenne» des résultats. Ajoutons que les pays dans lesquels la reprise est modérée sans aucun risque inflationniste (Allemagne, France, Italie, Autriche, Belgique) représentent 80 % du PIB de la zone euro. Il nous semble aujourd'hui difficile d'envisager une sensible remontée des taux nominaux au-delà de leur niveau actuel et il est au contraire tentant de tableur sur leur maintien, voire sur une (légère) poursuite de la tendance baissière pour les taux longs.

De plus, tout plaide en faveur d'une attitude prudente des autorités monétaires européennes, au moins au démarrage de l'Union monétaire européenne : bons fondamentaux de la zone euro (inflation sous contrôle ; poursuite de la réduction des déficits publics ; excédent courant) ; exposition politique de la BCE ; contexte d'incertitude pour la BCE (manque d'indicateurs agrégés, différences dans les canaux de transmission de la politique monétaire entre différents pays...), etc.

... et au-delà de 1999

Au-delà de 1998-1999, plusieurs raisons laissent à penser que les taux nominaux devraient être structurellement bas.

Tout d'abord, l'inflation structurelle endogène sera sans doute très faible en raison du climat renforcé de compétition, du fait de la monnaie

fiscalité unique, mais également d'autres facteurs structurels (déréglementation, mondialisation, restructurations des entreprises...) et du haut niveau de chômage. N'oublions pas non plus que toute dérive inflationniste isolée au sein de la zone sera immédiatement sanctionnée en termes de compétitivité, du fait de l'absence de toute possibilité d'ajustement du change nominal.

De plus, le *policy-mix* de la zone euro sera asymétrique, axé quasi exclusivement sur la crédibilité anti-inflationniste de la zone. L'objectif exclusif de stabilité des prix du Système européen de banques centrales (SEBC), par ailleurs indépendant des pouvoirs publics, garantira la crédibilité anti-inflationniste de la politique monétaire. Le probable maintien de la discipline budgétaire, grâce à la mise en place du «pacte de stabilité» (sa logique est de pousser à l'équilibre budgétaire structurel), favorisera aussi la crédibilité de la politique monétaire. La probabilité de voir l'euro se déprécier durablement est également faible ; n'oublions pas que la politique de change sera aussi subordonnée à l'objectif de stabilité des prix.

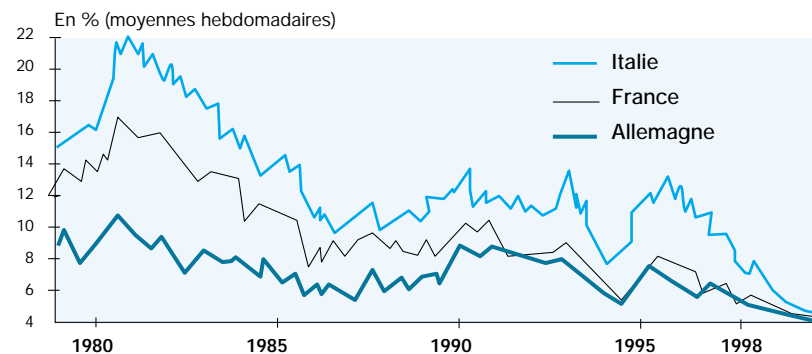
La crédibilité anti-inflationniste de la politique économique est, en effet, un facteur essentiel de baisse des taux longs nominaux (ou de maintien à un bas niveau), en raison de la baisse de l'inflation anticipée, ainsi que des variations de taux courts anticipés.

Cette crédibilité institutionnelle devrait aussi éviter à la BCE d'avoir à «prouver» sa crédibilité par un resserrement accentué de sa politique monétaire, alors même que les onze pays *in* (en incluant donc l'Italie et l'Espagne) se sont déjà caractérisés depuis une dizaine d'années par un niveau d'inflation plus faible que dans la moyenne OCDE ②.

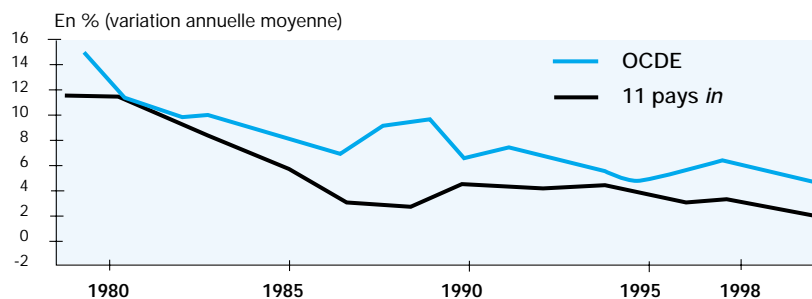
Un environnement d'inflation durablement faible et stable et, plus généralement, de stabilité macro-économique, ne pourra que renforcer ce mouvement dans l'Union monétaire.

D'autre part, plusieurs facteurs conduisent à penser que la zone euro sera marquée par une offre abondante de capitaux, qui pourrait aboutir à un déséquilibre *ex ante* entre l'épargne et l'investissement. D'ores et déjà, on peut mesurer une valeur approchée du déséquilibre épargne/investissement *ex post* à travers le solde courant de la zone euro qui est redevenu excédentaire en 1993 (après une brève interruption liée à la réunification allemande) et dont l'excédent s'accroît (solde supérieur à celui du Japon depuis 1996) ③.

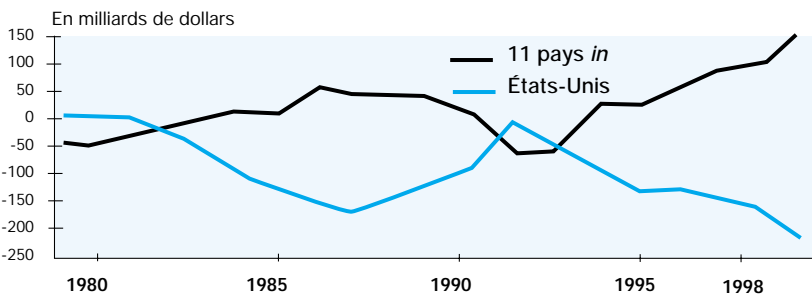
① Taux d'intérêt à 10 ans



② Prix à la consommation



③ Balance courante



La zone euro devrait connaître une offre de capitaux abondante

Au-delà, la zone euro sera marquée par une offre de capitaux abondante, excédant sans doute les besoins d'investissement sur le moyen terme, grâce à l'existence d'une épargne privée domestique abondante. Il est vrai que le vieillissement démographique en Europe devrait a priori plutôt jouer en faveur du déclin des taux d'épargne. D'après le modèle du cycle de vie, les ménages sont conduits à s'endetter au début de leur vie active, dans la mesure où ils anticipent une hausse de revenus futurs qu'ils percevront, puis ils traversent une période d'épargne intensive, pendant laquelle ils économisent pour préparer leur retraite ; enfin, au terme de leur vie, ils consomment leur patrimoine accumulé antérieurement.

L'augmentation du ratio de dépendance induirait donc une baisse de l'ef-

fort d'épargne et, donc, une pression à la hausse des taux. En réalité, une telle analyse mérite d'être nuancée. D'une part, cette hypothèse ne semble pas être toujours vérifiée empiriquement. D'autre part, la dégradation du ratio de dépendance ne sera sensible en Europe qu'à partir de 2005-2010.

Par ailleurs, il faut tenir compte de la dégradation de la rentabilité des régimes de retraite par répartition (ainsi que, plus généralement, des régimes de protection sociale publique) qui pourrait, en phase de «montée en puissance» de fonds de pension, générer un effort additionnel d'épargne. Enfin, même si l'épargne diminuait, la pression sur les taux se trouverait atténuée par un abaissement potentiel du niveau d'investissement souhaité.

De plus, la constitution d'un marché plus profond et plus liquide que l'ensemble des marchés nationaux actuels devrait attirer un nombre additionnel d'investisseurs tiers. En outre, il faut tenir compte

④ Comparaison entre les marchés de l'eurodollar et de l'eurofranc

Eurodollar (100 obligations les plus liquides)			Eurofranc (40 obligations les plus liquides)		
Rating	Spread	Nombre d'émissions	Rating	Spread	Nombre d'émissions
Aaa	5/35	10	Aaa	2/17	18
Aa1/AA*	25/55	10	Aa1/AA*	4/20	6
Aa2/AA	25/56	17	Aa2/AA	12/20	7
Aa3/AA-	30/66	10	Aa3/AA-	12/27	5
A1/1+	30/90	20	A1/1+	30	1
A2/A	53/85	14	A2/A	30/40	3
A3/1-	80/100	11	A3/1-	33	1
Baa1/BBB+	80/130	12	Baa1/BBB+	-	-

Source : BNP.

de l'augmentation tendancielle de l'effort d'épargne publique, du fait du pacte de stabilité.

L'euro, probable monnaie de réserve internationale

Rappelons aussi que l'euro a vocation à devenir une monnaie de réserve internationale (2). De ce fait, la prime de risque sur les actifs de la zone euro se réduirait et l'autonomie des marchés obligataires de la zone euro vis-à-vis du marché américain serait plus forte. Il faut, à cet égard, ajouter qu'en dépit de l'internationalisation des portefeuilles des investisseurs institutionnels, nous sommes encore loin d'une intégration financière mondiale complète, ne serait-ce qu'en raison du risque de change, de la préférence des investisseurs pour la proximité ou des contraintes légales qui limitent leur autonomie en matière de placements.

La profondeur des marchés de dette de la zone euro (aujourd'hui 22 % des encours mondiaux et la moitié des États-Unis) jouera dans le sens d'une autonomie croissante des marchés obligataires européens. Plus encore, la zone euro et les États-Unis seront peu interdépendants sur le plan réel (degré d'ouverture réelle limitée à environ 10 % du PIB, désynchronisation des cycles, faiblesse relative des échanges commerciaux entre les deux zones, divergences structurelles, divergences d'objectifs...).

Ajoutons que nous nous plaçons dans une hypothèse de dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro (compte tenu de la détérioration de la balance courante américaine) (3), ce qui devrait aussi jouer en faveur d'un élargissement du *spread* de taux.

Enfin, on peut aussi mentionner que les dernières mesures de libéralisation des taux d'intérêt administrés (no-

tamment en France) pourraient lever un frein à la baisse des taux de marché. En ce sens, la déréglementation financière à venir pousserait plutôt les taux à la baisse, alors que, dans les années 1980, elle les avait plutôt poussés à la hausse. En outre, l'unification des marchés de taux fera diminuer la prime de liquidité qui caractérise aujourd'hui les marchés nationaux fragmentés.

Au total, l'idée de taux tendanciellement bas, y compris par rapport aux niveaux actuels pour les taux longs, repose sur des fondements sérieux.

Nous ne prétendons pas pour autant que les taux longs de la zone euro pourraient prochainement approcher les niveaux atteints en Europe à la fin du 19^e siècle ou au Japon aujourd'hui, tous deux marqués par des tendances déflationnistes.

Quid des écarts de rendement ?

S'il ne fait pas de doute que la partie courte de la future courbe de taux en euro ne connaîtra pas de différences, les analyses portant sur les échéances longues de la dette souveraine ont donné lieu à de nombreux débats. A moyen terme, tout pousse à penser qu'on va vers ce que la théorie suggère, c'est-à-dire un processus d'égalisation des taux d'intérêt en système de change fixe.

En effet, outre l'élimination du risque de change, la substituabilité accrue des produits de taux européens et l'application du pacte de stabilité joueront en ce sens. Mais, dans les premières années de l'Union monétaire, il y a matière à croire à un maintien, voire à un élargissement des *spreads* pays. Les investisseurs de la zone euro qui vont perdre, par la monnaie unique, une source essentielle de valorisation de leurs actifs vont procéder à

des réallocations d'actifs. Ceci devrait jouer en faveur d'un maintien des écarts de rendements, notamment au détriment de l'Italie ou la Belgique, pays où la dette publique reste encore très élevée et détenue presque exclusivement par des résidents.

Par ailleurs, les marchés obligataires nationaux seront encore marqués par des différences fiscales et de liquidités (volumes traités, politiques d'émission, possibilités de couverture, existence ou non d'un marché profond d'obligations démembrées...). On peut enfin estimer qu'une discrimination des investisseurs entre les dettes souveraines restera possible dans les premières années de l'Union monétaire (notamment, en 1999-2002), sur la base de considérations d'ordre politique ou macro-économique (risques de sécession de l'Union en cas de rejet de la monnaie unique par l'opinion publique ou de changements politiques).

«La hiérarchisation des spreads sera plus accentuée dans les marchés de la dette non souveraine.»

Dans la mesure où les investisseurs rechercheront des *high yields*, tout poussera aussi au développement des marchés de la dette non souveraine.

Si l'on se base sur l'exemple américain où coexistent à la fois un plus grand nombre et une grande variété d'émetteurs, on s'aperçoit que la hiérarchisation des *spreads* est nettement plus accentuée que dans les pays européens. La comparaison entre les marchés de l'eurodollar et de l'eurofranc est à cet égard très claire (4).

Dès lors, la nécessité de mieux connaître la qualité de signature de ces émetteurs rendra le rôle des agences de *rating*, et de l'analyse de crédit en général, encore plus important que dans le cas de la dette souveraine.

Par ailleurs, les notations futures des émetteurs seront beaucoup plus autonomes vis-à-vis du *rating* de la dette souveraine. Il est ainsi concevable de rencontrer à l'avenir des *ratings* privés ou publics plus élevés que les *ratings* souverains ■

(1) Voir notamment «Taux d'intérêt réels à long terme : indications fournies par les séries chronologiques groupées», *Revue économique de l'OCDE* n° 25, 1995/II.

(2) Voir «Échanges et finance internationale. Les acteurs», Ph. d'Arvisenet et Jean-Pierre Petit, *Banque éditeur*, 1997.