

Les taux d'intérêt en Zone Euro Bilan de la crise/ perspectives 2010

Lamia Fournié, Responsable de missions

Les taux d'intérêts en zone euros ont évolué au rythme des évènements successifs de la crise intervenue depuis 2007. Si les taux courts ont subi dans leur longue chute les conséquences des politiques classiques et non conventionnelles de la BCE afin de rétablir la liquidité interbancaire, les taux longs pourraient devenir sensibles aux difficultés rencontrées par les Etats pour financer leurs déficits eux-mêmes générés par la nécessaire résolution de cette crise.

Les taux courts

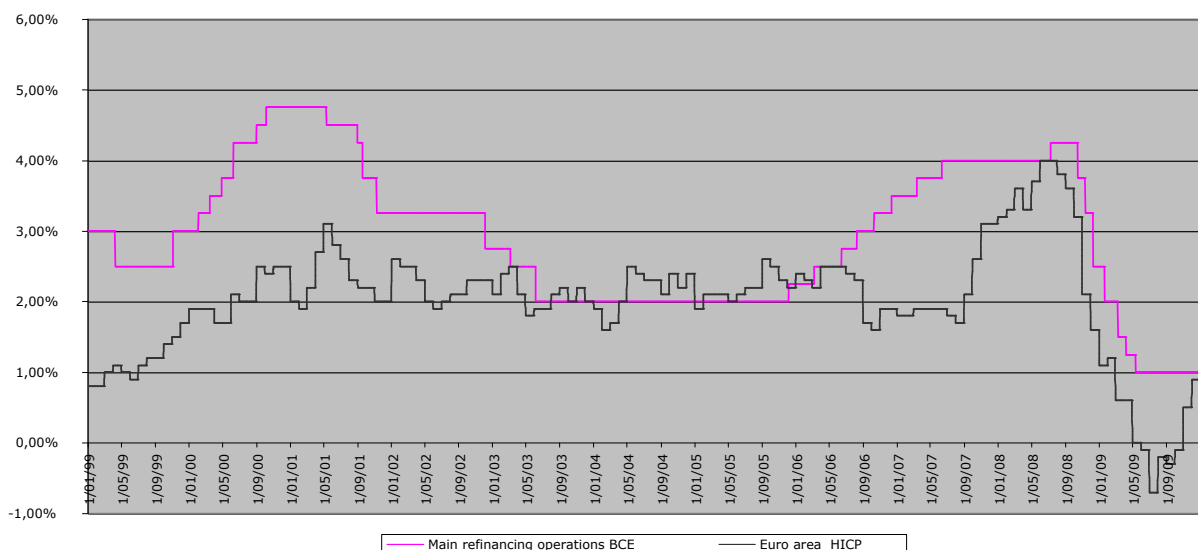
Déterminants et bilan 2009

Le pilotage de la BCE

- Les taux directeurs et l'objectif d'inflation

Le taux directeur de la Banque Centrale Européenne constitue traditionnellement le taux de référence servant de base à l'ensemble de la structure des taux d'intérêts de marché.

Ce taux directeur a poursuivi en 2009 sa baisse vers son niveau de 1% constituant de fait un plus bas historique. Contrairement à la FED américaine qui pilote son taux directeur en fonction d'un double objectif de contrôle de l'inflation et d'incitation à la croissance, la BCE ne pilote son taux directeur qu'en fonction de l'inflation qui doit tendre vers 2% sans excéder ce niveau.



Cette corrélation s'est avérée assez pertinente en 2009, le taux de la BCE ayant suivi la chute vertigineuse du taux d'inflation.

■ Les politiques non conventionnelles

La crise a toutefois créé un biais atypique dans le lien traditionnel entre le taux de la BCE et l'Eonia¹. Un contexte « normal » aurait dû conduire l'Eonia à se situer quelques points de base au-dessus du taux directeur soit aux environs de 1,06% ou 1,07%.

Dans les faits, l'Eonia a convergé vers des niveaux de 0,33% - 0,34%. La convergence s'est donc faite non pas vers le taux directeur de la BCE, mais vers le taux des dépôts auprès de la BCE soit 0,25%.

Cette situation résulte du choix de la plupart des banques européennes de placer leur trésorerie de manière prudentielle et massive auprès de la BCE attirant ainsi le taux d'échange au jour le jour vers le taux des dépôts.

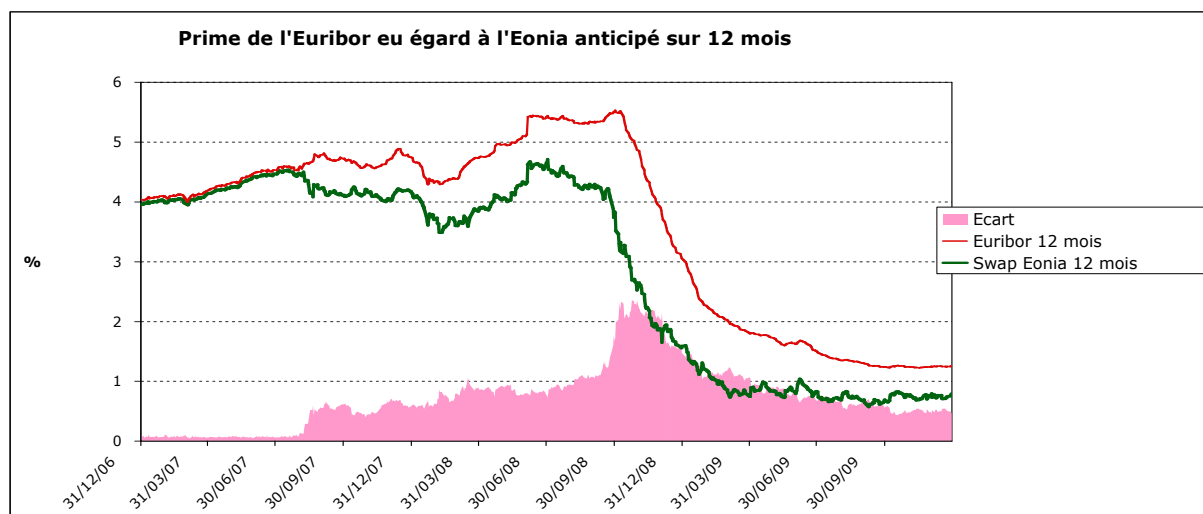
La liquidité interbancaire

Cet « excès » de liquidité est lié très largement aux politiques non conventionnelles engagées par la BCE au-delà de sa politique de taux. Hors période de crise, les injections de liquidité de la BCE se font sur des durées d'une semaine sur des montants déterminés et contraints et selon des taux variables.

Le plus fort de la crise à l'automne 2008 avec la faillite de Lehman Brothers a fait redouter des défaillances bancaires en cascades du fait de l'impossibilité pour ces établissements d'obtenir des liquidités. Aussi, la BCE a mis en place des opérations de refinancement allant jusqu'à 6 mois et un an avec des allocations totales (montants non plafonnés) et selon un taux fixe préfixé.

Si cette situation de liquidité générée par la BCE a directement affecté l'Eonia comme vu précédemment, elle n'a cependant pas totalement résolu la crise de défiance interbancaire.

Ainsi, les taux « Euribor »² intègrent un surcoût lié à cette défiance. Il est aussi appelé prime de liquidité et reflète le risque de contrepartie que se facturent les établissements entre eux.



¹ Eonia : taux de référence au jour le jour

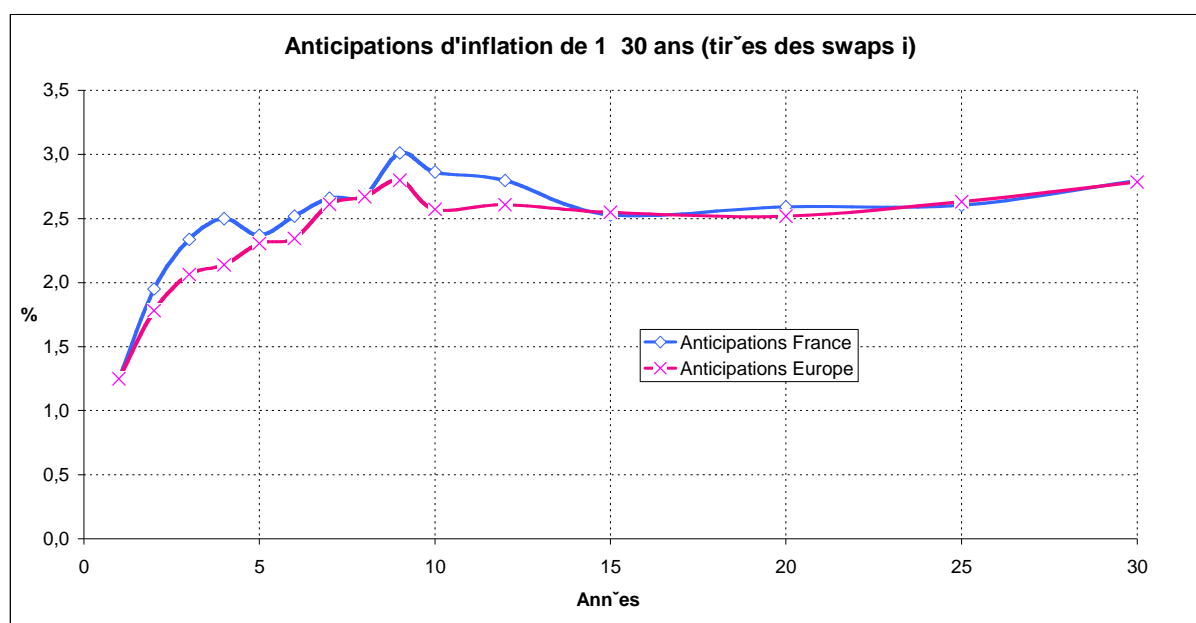
² Taux « Euribor » : taux monétaires issus des échanges interbancaires de 1 semaine à 12 mois

Cette prime, qui a atteint plus de 150 points de base au cœur de la crise entre l'Euribor 12 mois et le swap d'Eonia équivalent, est redescendue à une cinquantaine de points de base. Sa disparition progressive constituera un excellent indicateur d'un retour à la normale des marchés monétaires et interbancaires.

Les taux monétaires courts se trouvent donc dans une situation atypique où, bien que globalement extrêmement bas, ils se trouvent pour certains sous-évalués (Eonia) pour d'autres surévalués (Euribor) par rapport à la situation prévalant avant 2007.

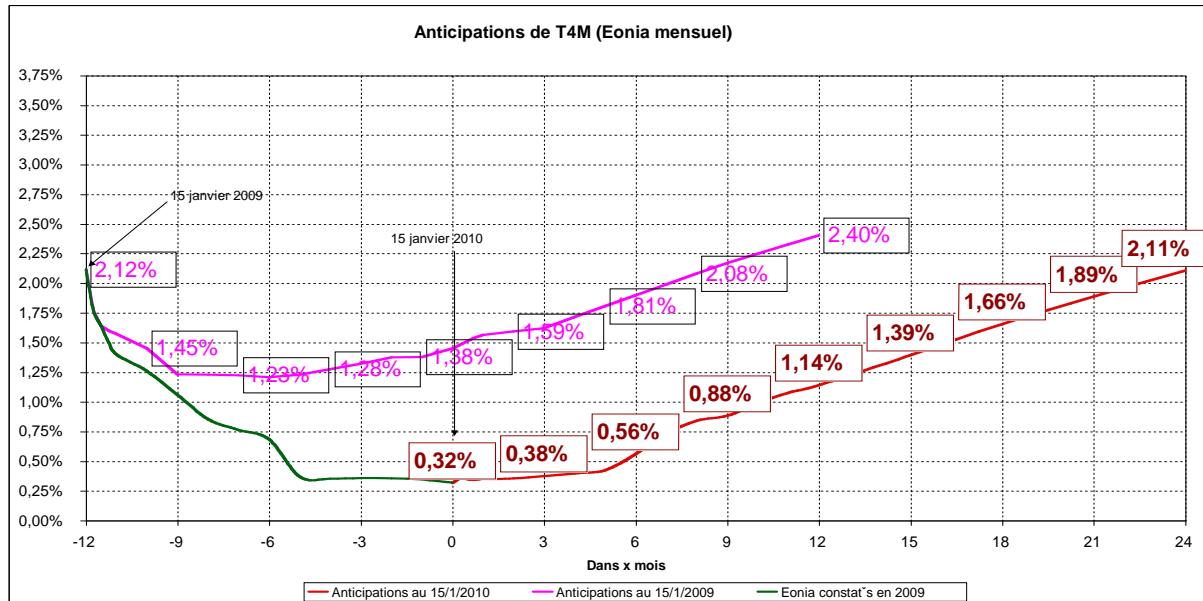
Perspectives 2010

Les anticipations de normalisation



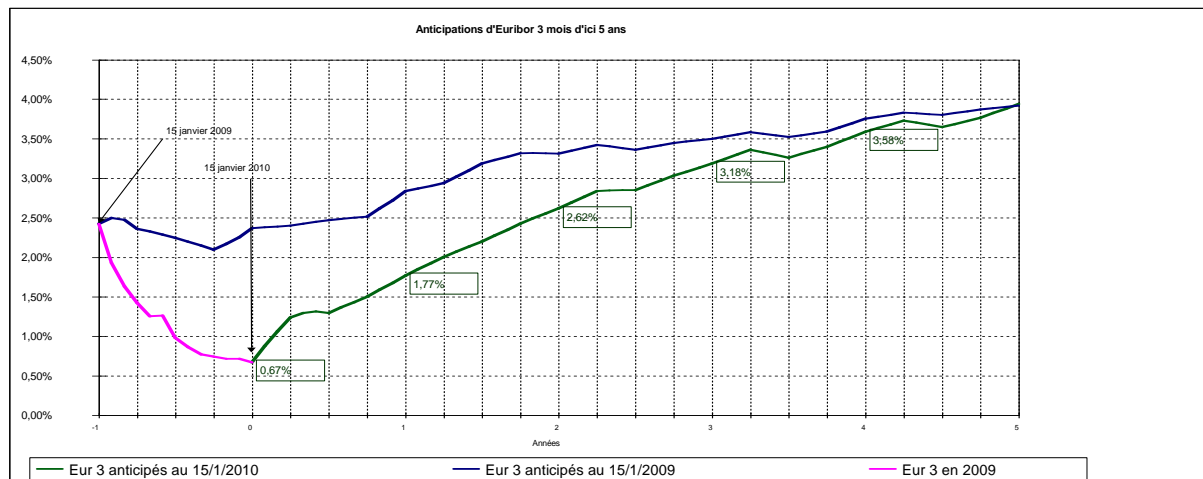
Si on considère les anticipations d'inflation telles qu'elles ressortent des swaps cotés sur les marchés, le retour à une situation nécessitant une action de remontée des taux par la BCE est imminente. Pourtant, les anticipations d'Eonia pour 2010 se révèlent beaucoup plus prudentes.

Ainsi, l'Eonia n'est anticipé aux alentours de 1% qu'en fin d'année 2010. Cette anticipation, compte tenu des problématiques de liquidité, doit être plus anticipée comme un assèchement progressif des excès dus aux politiques non conventionnelles du fait de leur fin progressive que comme un retour à un resserrement monétaire à travers la hausse des taux directeurs.



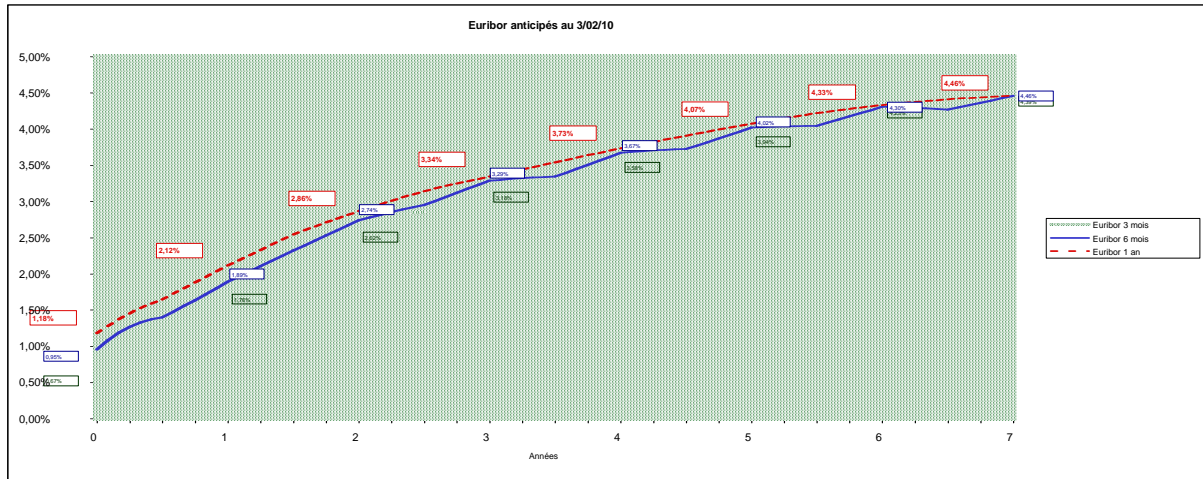
La fin des politiques non conventionnelles a débuté en décembre 2009 avec la dernière émission à un an. En principe, la dernière émission à 6 mois doit intervenir le 31 mars 2010.

Il est à noter que ces opérations de refinancement visaient à permettre aux banques une réinjection dans l'économie de liquidité via l'octroi de crédits. Dans les faits, outre les dépôts à la BCE, une partie non négligeable de ces liquidités ont été utilisées par les banques pour acquérir des obligations d'Etat ce qui constituait en 2009 un contournement de l'objectif initial mais qui pourrait en 2010, en cas de crise obligataire, s'avérer salutaire.



Enfin, bien que la hausse des taux BCE ne soit attendue qu'en 2011, les Euribor sont fortement anticipés à la hausse dans les années futures.

Ces anticipations fortement haussières induisent une pente importante des taux d'intérêts.



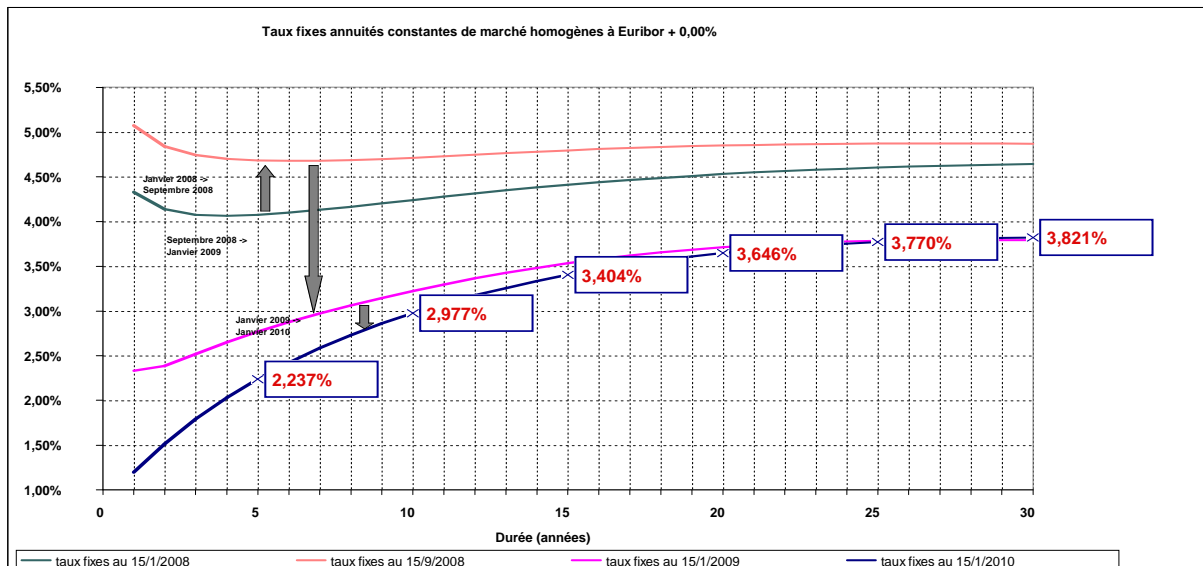
Les conséquences durables de la crise

Les deux phénomènes symptomatiques de la crise sur les marchés monétaires : la sous-valorisation de l'Eonia et la survalorisation des Euribor, sont anticipés comme devant s'éteindre progressivement en 2010.

Sauf circonstances exceptionnelles, plus qu'une hausse massive des taux courts, c'est un phénomène de retour à la normale qui devrait être constaté dans les prochains mois.

Les taux longs et la courbe de taux

Déterminants et bilan 2009



La crise financière a impliqué deux étapes dans l'évolution de la courbe des taux. La première entre septembre 2007 et septembre 2008 a été un aplatissement lié très majoritairement à la hausse des taux courts (liés eux-mêmes à la hausse des taux directeurs de la BCE). La seconde étape, depuis septembre 2008, a engendré une pentification

importante de la courbe des taux d'intérêts liée en grande partie à l'effondrement historique de la partie courte de la courbe.

Cependant, les évolutions de la partie longue de la courbe méritent une analyse particulière, les taux longs n'ayant dans les faits cessé de décroître, les facteurs baissiers l'ayant largement emporté.

Les facteurs baissiers

■ **L'aversion au risque**

Les situations de crise génèrent globalement sur l'ensemble des marchés des phénomènes d'aversion au risque. Celui-ci très prégnant en 2009 a massivement profité aux marchés obligataires. La hausse des marchés obligataires devenus des marchés refuges contre le risque des marchés actions a engendré mécaniquement une baisse des taux d'intérêts réels obligataires, déterminant puissant des taux d'intérêts long terme.

■ **La liquidité bancaire**

L'importance de la liquidité bancaire apparue après les mesures non conventionnelles de la BCE ainsi que l'importante demande naturelle de placements obligataires (fonds de pension) ont contribué largement à attirer les rendements de ce marché vers le bas.

Les facteurs haussiers

Cette baisse des rendements n'avait cependant rien d'inévitable, les facteurs haussiers demeurant très présents bien que non déterminants. Deux d'entre eux doivent en particulier être gardés à l'esprit :

■ **La hausse des volumes**

La croissance exponentielle des dettes publiques constitue à elle seule un facteur d'explosion de l'offre obligataire à travers le monde. Si elle n'avait pas été confrontée à une demande forte, elle aurait pu dès 2009 contribuer à une forte tension des taux d'intérêt long terme.

■ **L'accroissement des risques**

Cet accroissement des volumes se conjugue, qui plus est, avec une dégradation de la situation financière des Etats. Cette hausse du niveau de risque souverain aurait pu aussi être un facteur de hausse des taux d'intérêts longs et d'accroissement de la pente de la courbe des taux.

Perspectives 2010

Scénario de krach obligataire

Cette question, sans doute beaucoup plus sensible que le risque sur les dettes publiques, semble atteindre des sommets. C'est la Grèce qui a attiré toutes les attentions dès le début du mois de janvier en voyant ses taux 10 ans dépasser très rapidement les 6% soit 2,75% de plus que les taux allemands !

L'Espagne, le Portugal et l'Irlande sont exposés aux mêmes craintes... Même si la BCE se veut rassurante, de tels écarts au sein de la même zone monétaire ne sont pas sans générer des inquiétudes à termes plus ou moins rapprochés.

Le marché estime à 20% le risque de défaillance de la Grèce, les agences de notation dégradent les notes et le taux à 10 ans grec a valu ponctuellement fin janvier plus de 400 points de base de plus que le *bund* allemand de même durée.

La baisse de l'euro est sans aucun doute le fait marquant de ces derniers jours sur les marchés financiers. D'un problème grec, les marchés passent progressivement à un problème « zone Euro ». Ainsi, malgré le volontarisme grec, la mise en place d'un plan drastique, l'aval de Bruxelles sur le plan adopté et l'adoubement de ce plan par la BCE, l'inquiétude des investisseurs s'est généralisée à toute la zone Euro.

De fait, les bourses européennes plongent et l'Euro avec. En ces périodes de forte aversion au risque, les devises dites de référence sont fortement recherchées à savoir le Dollar et le Yen. Ces mouvements correspondent aussi au débouclage des opérations de « carry trade » qui avaient vu nombre d'investisseurs emprunter des dollars pour placer dans des zones économiques (Asie, Brésil) plus rémunératrices.

Si certains se demandent si la bulle « privée » créée par le « carry trade » ne va pas exploser très rapidement dans les pays asiatiques (dans la sphère immobilière entre autres à l'instar des problématiques de Dubaï et des émirats), d'autres, nombreux aussi, s'inquiètent du risque d'un naufrage obligataire.

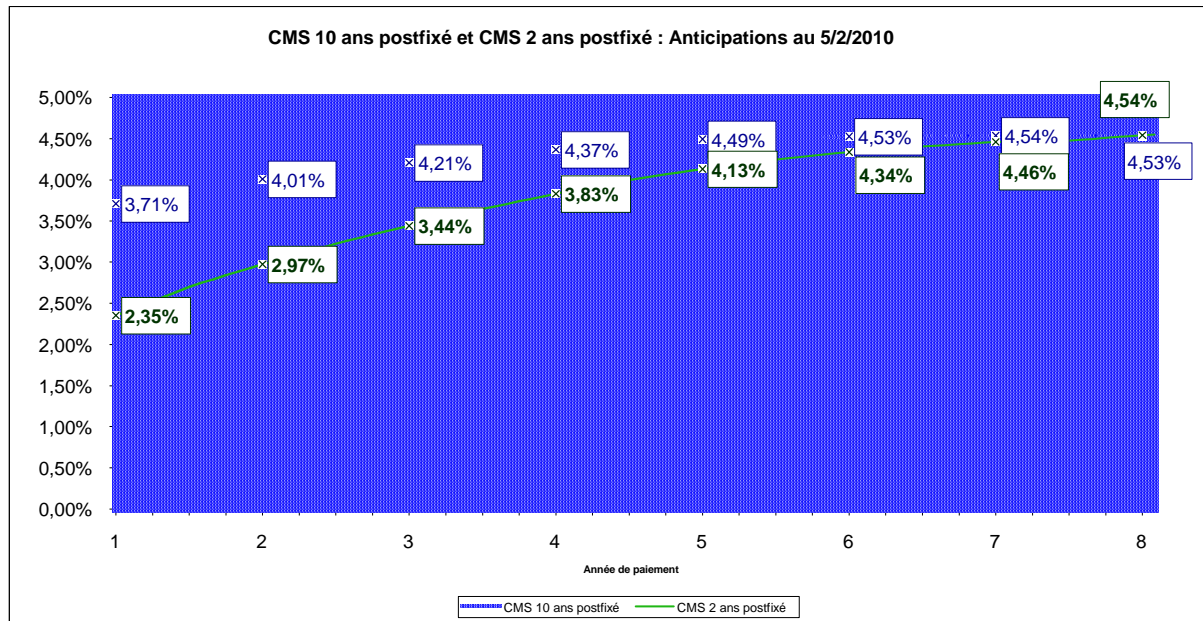
Tout le paradoxe est que ce naufrage obligataire est aujourd'hui craint en Europe alors que tous les fondamentaux pourraient le placer aux Etats-Unis... Les USA devraient emprunter 1753 milliards de Dollars en 2010 contre moins de 1000 Dollars pour l'ensemble des pays de la zone Euro. Sur les 30 000 milliards de Dollars de dette des pays du G7, plus de 22 000 sont le fait des USA et du Japon. La dette grecque ne représente « que » 300 milliards de Dollars.

Deux phénomènes puissants s'opposent, l'aversion au risque qui pousse les intervenants vers les marchés obligataires et inversement l'accroissement du risque de défaut qui pourrait en éloigner les investisseurs.

Scénario d'aplatissement de la courbe

La BCE, après avoir laissé ses taux inchangés, évoque des perspectives de reprise modérées et irrégulières. Elle ne se place pas dans l'hypothèse d'un krach obligataire ni en Europe, ni aux USA en cas d'effondrement de l'attractivité des T Bonds. Les tensions sur les marchés des obligations et des devises n'en sont cependant qu'à leur début.

Le marché dans ces anticipations actuelles ne considère pas le scénario de krach comme probable mais privilégie l'hypothèse d'un aplatissement à terme de la courbe des taux par le biais de la remontée progressive des taux courts.



Si les taux courts semblent encore durablement inscrits sur des niveaux extrêmement bas, les incertitudes majeures se situent sur le devenir des taux longs conditionnés aux obligations d'Etat. Si la crise grecque venait à se généraliser, un krach obligataire n'est pas totalement à exclure même si il semble encore assez probable que les tensions actuelles relèvent plus de la spéculation (sur le marché des CDS) que d'anticipations de faillite généralisée.