

Peut-on craindre une nouvelle hausse brutale des taux d'intérêt ?



Actualités : Au printemps dernier, le taux d'intérêt 10 ans allemand (le Bund) a plongé à son plus bas historique, soutenu par la politique extrêmement expansionniste de la BCE. Le Bund a ainsi atteint un rendement de 0,07 % avant de rebondir fortement à 1 % en l'espace de quelques semaines. De même, en février 2016, le taux 5 ans allemand a chuté à -0,4 %, du jamais vu. Jusqu'où peuvent descendre les taux d'intérêt de la Zone euro ? Quels sont les déterminants des rendements souverains ?

I- Quels sont les déterminants des rendements souverains ?

Les rendements des emprunts souverains à long terme sont liés à un large éventail de déterminants, notamment:

- les taux d'intérêt à court terme;
- la croissance attendue du PIB réel;
- le taux d'inflation attendu;
- les dynamiques de l'offre et de la demande sur le marché obligataire;
- les primes de risque.

Le facteur « primes de risque » inclut : le risque de crédit des pays (c.à.d. le risque de défaut), le risque de liquidité, la prime de terme [1], ainsi que la compensation pour l'inflation inattendue. Dans un contexte d'internationalisation des marchés financiers, l'interdépendance avec les taux d'intérêt américains est également un facteur très important à prendre en compte.

II- Jusqu'où peuvent descendre les taux d'intérêt de la Zone euro ?

1- Les taux d'intérêt à court terme

La Banque Centrale Européenne (BCE) est chargée de définir et de mettre en œuvre la politique monétaire de la Zone euro. Ainsi la BCE fixe les taux d'intérêt directeurs pour le système bancaire de la Zone euro [2]. L'institution peut directement jouer sur les taux d'intérêt du marché monétaire et indirectement sur les taux des prêts octroyés par les banques, ainsi que sur les taux de dépôt. En contrôlant les taux d'intérêt à court terme, la Banque Centrale peut également influencer les taux d'intérêt à moyen et à long terme [3]. Étant donnée la réticence de la BCE à réduire davantage les taux (du moins pour le moment) [4], le taux 2 ans allemand devrait rester dans un intervalle de -0,5 % à -0,4 %.

2- La croissance attendue du PIB réel

Les derniers indicateurs économiques plaident pour une croissance stable proche de 0,4 % au premier trimestre 2016. De manière générale, plus la croissance économique est forte et plus le pays aura de facilités à rembourser sa dette. En effet, toutes choses étant égales par ailleurs, une économie en croissance rapide génère davantage de recettes publiques (via la TVA et l'impôt sur les sociétés) qu'une économie stagnante.

3- Le taux d'inflation attendu

Le taux *swap* inflation 5 ans dans 5 ans est un indicateur clé suivi par la BCE servant à évaluer les anticipations d'inflation des investisseurs [5]. La dégringolade du prix du baril a fait dévisser les anticipations d'inflation des acteurs de marché à un niveau bien inférieur à l'objectif de 2 % fixé par la BCE (voir annexe). Alors que le prix du pétrole pourrait avoir atteint un point bas, un rebond massif est peu probable dans les prochains mois. Toutefois, le risque inflationniste n'est pas nul. En effet, comme Alan Greenspan le suggère «*le retour de l'inflation est une préoccupation grandissante*» [6] aux Etats-Unis. Ainsi, la résurgence de l'inflation américaine pourrait raviver les craintes d'une accélération de l'inflation plus forte qu'attendue en Zone euro. En effet, toute poussée significative de l'inflation américaine serait alors interprétée comme le fruit du succès de la politique monétaire expérimentale de la Fed («*Quantitative Easing* »).

4- Les dynamiques de l'offre et de la demande du marché obligataire

Le montant des émissions de dettes souveraines nettes (taille des nouvelles émissions moins tombées de coupons et remboursements d'anciennes obligations) après les rachats liés au programme du QE (émissions nettes moins achats de la BCE), devrait être extrêmement négatif en avril, aux alentours de -120 milliards d'euros. En supposant que ces énormes tombées seront réinvesties dans des obligations souveraines, la dynamique de l'offre (émissions de nouvelles dettes) et de la demande (réinvestissement des tombées) est très favorable pour les taux obligataires de la Zone euro.

5- Les primes de risque

Le risque de crédit des pays : il n'y a aucun risque de défaut imminent, malgré l'instabilité politique de certains pays (Espagne, Portugal, Irlande). Par ailleurs, les institutions européennes disposent désormais de puissants outils (OMT, ESM...) devant permettre de pallier les craintes d'une nouvelle

crise de la dette souveraine. Toutefois, le cas de la Grèce reste préoccupant à moyen terme (et non à court terme). En effet, le gouvernement et ses créanciers sont toujours en phase de négociation des conditions nécessaires au déblocage du nouveau programme de sauvetage et aucune partie n'a intérêt à « jouer avec le feu » [7].

Le risque de liquidité : le positionnement des investisseurs est difficile à évaluer avec précision, mais on peut raisonnablement penser que la faible liquidité et le positionnement significatif des investisseurs pourrait facilement exacerber la hausse des rendements (c.à.d. un choc provoquant une hausse de rendement pourrait rapidement être décuplé).

La Prime "QE" : le programme de rachats massifs de la dette de la BCE a créé une distorsion sans précédent entre les prix côtés des titres obligataires et leur véritable valeur économique (valeur fondamentale). L'année dernière, les investisseurs ont surestimé, et ce de manière précipitée, la prime négative liée à la rareté des obligations rachetées par la BCE. Ainsi, la forte correction des rendements obligataires endurée le printemps dernier était très largement due à la réévaluation de cette prime de rareté. Aujourd'hui les nouvelles mesures de la BCE semblent correctement assimilées par les marchés et devraient avoir un impact limité sur les taux obligataires.

L'interdépendance avec les taux d'intérêt américains : une nouvelle hausse des taux directeurs de la Fed en juin pourrait tirer les taux européens à la hausse. Ce facteur est étroitement lié à la trajectoire de l'inflation américaine.

Déterminants	Impact sur les taux
les taux d'intérêt à court terme	<i>neutre</i>
la croissance attendue du PIB réel	<i>neutre</i>
le taux d'inflation attendu	<i>légèrement négatif à moyen terme (i.e., hausse des taux)</i>
la dynamique de l'offre et de la demande du marché obligataire	<i>très positif sur le court terme (i.e., baisse des taux)</i>
le risque de crédit des pays	<i>neutre</i>
le risque de liquidité	<i>négatif à moyen terme</i>
la Prime "QE"	<i>légèrement positif</i>
l'interdépendance avec les taux d'intérêt américains	<i>très négatif à moyen terme</i>

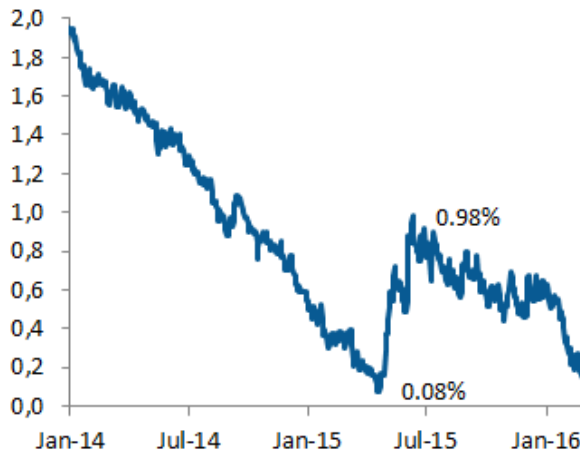
Conclusion

Dans l'ensemble, l'épisode de hausse brutale des rendements souverains ne devrait pas se reproduire à court terme. En revanche, la résurgence de l'inflation américaine pourrait déclencher un rebond rapide sur les marchés obligataires.

Alexandre PIETRZYK

Annexes

1- 10ans Allemand



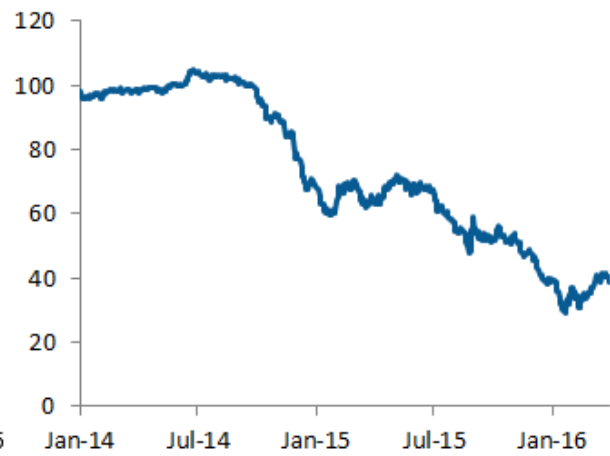
2- Swap inflation 5ans dans 5ans



3- Inflation des Etats-Unis



4- Prix du Brent



Notes

[1] Prime de terme: fait référence au rendement en excès exigé par les investisseurs pour le fait de détenir des obligations de longue maturité au lieu d'acheter une série d'obligations à courte maturité. Par exemple, le prêteur peut soit acheter un titre à échéance 10 ans soit décider d'acheter successivement un titre 1 an chaque année pendant 10 ans. La prime de terme est généralement positive.

[2] <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

«Le Conseil des gouverneurs de la BCE fixe les taux d'intérêt directeurs de la Zone euro:

- Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement (MRO), qui fournissent l'essentiel de la liquidité du système bancaire.
- Le taux de la facilité de dépôt, que les banques peuvent utiliser pour effectuer des dépôts au jour le jour auprès de l'Eurosystème.
- Le taux de la facilité de prêt marginal, qui offre des crédits de nuit pour les banques de l'Eurosystème. »

[3] <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>

«Les anticipations des taux d'intérêt directeurs futurs influent sur les taux d'intérêt à moyen et à long terme. En particulier, les taux d'intérêt à long terme dépendent en partie des attentes du marché quant à l'évolution future des taux à court terme»

[4] Mario Draghi 10/03/2016: *“En dernier lieu, le Conseil des gouverneurs, prenant en compte les perspectives actuelles de stabilité des prix, prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour nos achats nets d'actifs.”*

[5] taux *swap* inflation 5 ans dans 5 ans : fait référence au taux fixe d'un swap d'inflation se déclenchant dans 5 années avec une maturité de 5 ans. Une contrepartie accepte de verser un flux fixe tandis que l'autre paie un flux variable retraçant l'augmentation cumulative de l'indice d'inflation. Par conséquent, afin d'obtenir un accord équitable, le taux fixe est déterminé de manière à équilibrer les anticipations d'inflation moyenne sur la période d'investissement.

[6]<http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-17/greenspan-oil-slump-tied-to-demand-as-supply-is-building>

[7]<http://greece.greekreporter.com/2016/03/29/greece-needs-measures-worth-e5-5-billion-to-complete-bailout-review/>