



LA TROP FAIBLE INTÉGRATION DES MARCHÉS OBLIGATAIRES PUBLICS DE LA ZONE EURO

PATRICK ARTUS *

Les écarts de taux entre émetteurs souverains dans la zone euro ne résultent pas de l'absence de solidarité entre les émetteurs ou de différences dans les situations macroéconomiques ou de solvabilité budgétaire. Ils viennent d'habitudes et de comportements irrationnels dans les moments *de flight to quality*.

Le caractère « non économique » de ces écarts de taux a deux conséquences ; la discipline de marché ne joue pas : ce n'est pas parce qu'un pays a un déficit ou une dette publique plus élevés qu'il paye un taux d'intérêt plus élevé ; le marché obligataire public européen n'est pas unifié, ce qui est un grand handicap par rapport au marché américain. Comparer l'encours total de dette publique aux États-Unis et dans la zone euro n'a donc pas beaucoup de sens.

IL SUBSISTE DES ÉCARTS DE TAUX ENTRE CES TITRES DES TRÉSORS AMÉRICAINS

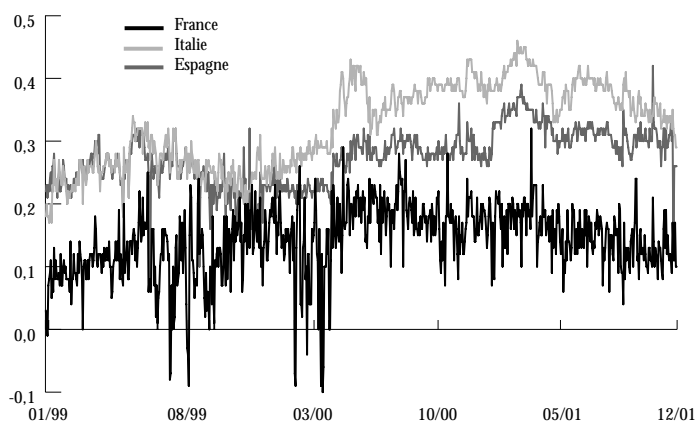
Il y a quelques années, s'était développée une thèse suivant laquelle, après l'unification monétaire en Europe, les taux d'intérêt payés par les différents Trésors nationaux convergeraient vers la courbe des *swaps*. Les émetteurs seraient considérés comme des émetteurs régionaux, semblables aux provinces canadiennes et pas comme de vrais émetteurs souverains. Le rôle d'émetteur souverain ne pourrait plus être joué que par une agence fédérale d'émission de la zone euro, qui n'existe pas, à la différence de l'État canadien.

Il existait aussi une thèse radicalement inverse : le Pacte de stabilité et de croissance, limitant les déficits publics, est inutile puisqu'il y a discipline par les marchés financiers : un pays ayant un déficit public excessif est pénalisé par une hausse des taux d'intérêt sur sa dette publique. On voit donc au Canada une situation claire de discipline par les marchés : les provinces moins solides financièrement sont très pénalisées.

* Directeur de la Recherche et des Études, CDC Ixis.

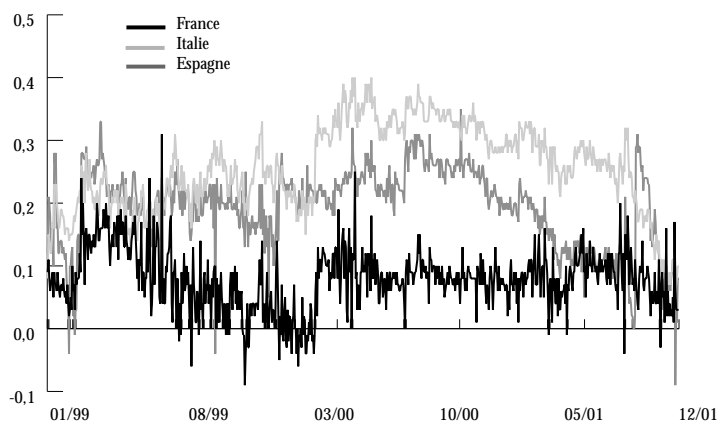
La situation qui est apparue depuis 1999 est intermédiaire (les graphiques n°1 et 1 bis montrent les écarts de taux entre l'Allemagne et les trois autres plus grands pays). L'Italie et l'Espagne présentent des taux sur la dette publique voisins de la courbe des *swaps* nettement supérieurs aux taux payés par l'Allemagne entre 25 et 30 points de base à 10 ans à la fin de 2001 (graphique n°1 ter) ; la France paye 12 points de base environ à 10 ans de plus que l'Allemagne.

Graphique n°1
Écart de taux 10 ans - pays contre Allemagne
(données hebdomadaires, en %)



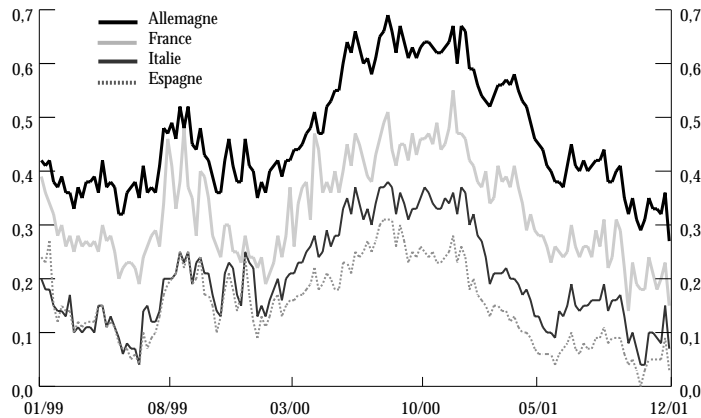
Source : Data stream

Graphique n°1 bis
Écart de taux 5 ans - pays contre Allemagne
(données hebdomadaires, en %)



Source : Data stream

Graphique n°1 ter
Écart *swap* 10 ans contre Gov pays
 (données hebdomadaires)

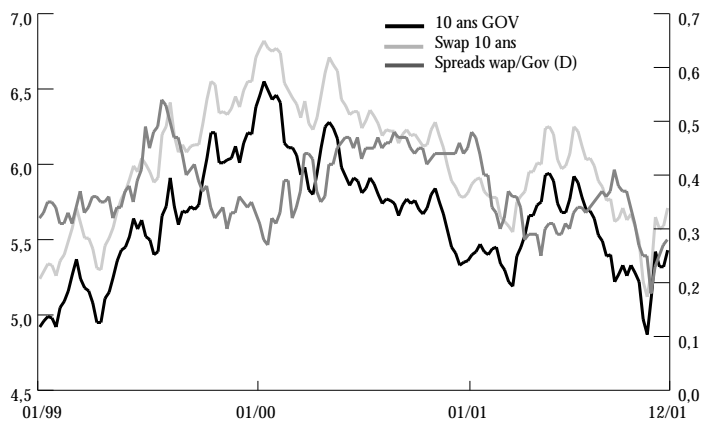


Source : Data stream

Les graphiques n°2, 2 a-b-c-d rappellent la situation canadienne : l'État fédéral émet aujourd'hui à 10 ans, 30 points en-dessous des taux de *swaps*, comme l'Allemagne ; les provinces, pour la quasi-totalité d'entre elles, émettent nettement au-dessus des *swaps*, avec une forte variabilité des écarts de taux.

3

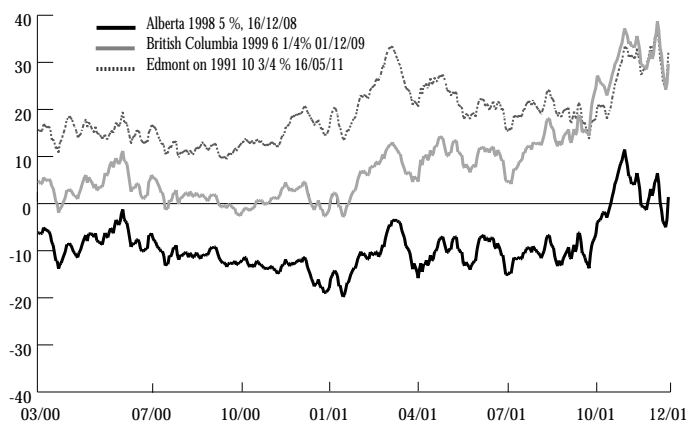
Graphique n°2
Écart de taux *swap* - Gov 10 ans



Source : Data stream

Graphique n°2 a

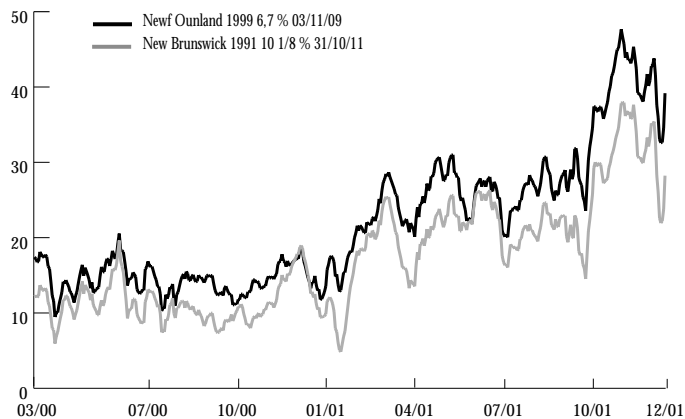
Obligations provinces canadiennes - *spread* contre *swap* (bp)



Source : Data stream

Graphique n°2 b

Obligations provinces canadiennes - *spread* contre *swap* (bp)

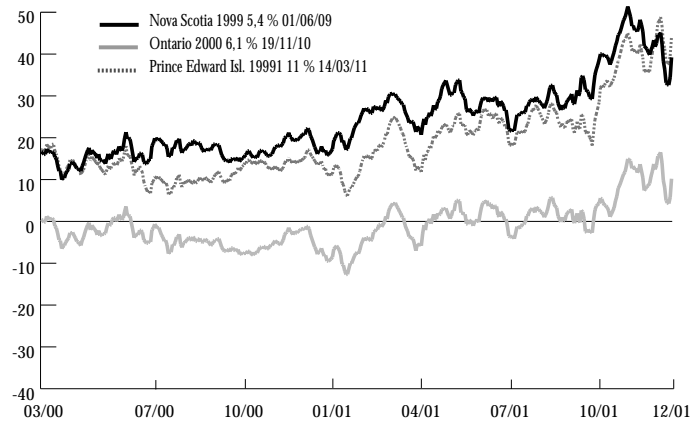


Source : Data stream

La situation européenne est bien sûr très éloignée de la situation canadienne. Cependant, l'ampleur des écarts de taux de l'Italie et de l'Espagne vis-à-vis de l'Allemagne est étonnante, pour des émetteurs souverains ayant la même monnaie. Même l'écart qui subsiste pour la France peut étonner.

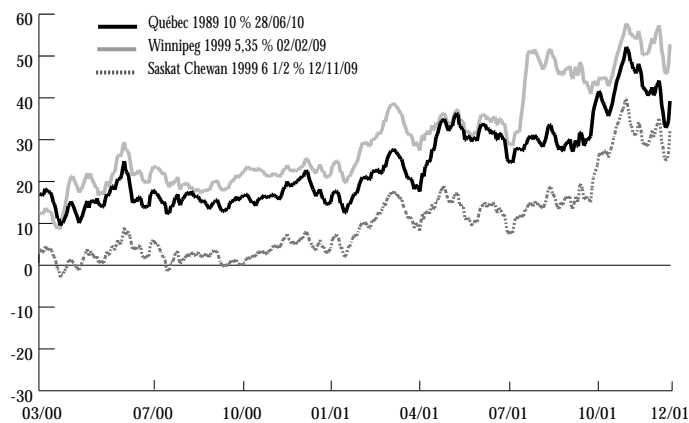


Graphique n°2 c
Obligations provinciales canadiennes - *spread* contre *swap* (bp)



Source : Data stream

Graphique n°2 d
Obligations provinciales canadiennes - *spread* contre *swap* (bp)



Source : Data stream

SOLIDARITÉ FINANCIÈRE OU « NO BAIL-OUT ? »

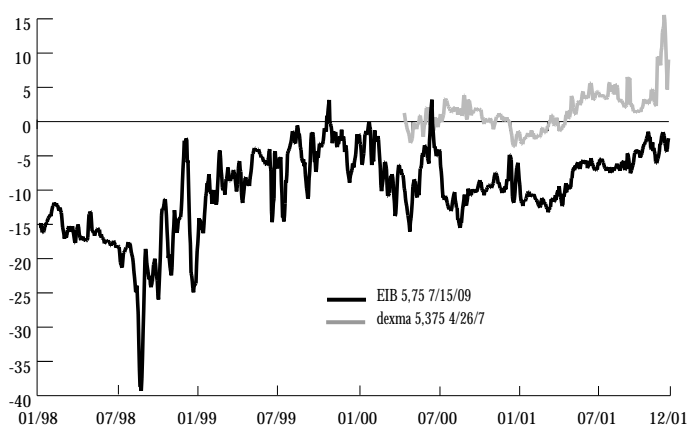
La thèse comparant l'Europe et le Canada et les *spreads* observés aujourd'hui n'aurait de sens, à la limite, que s'il y avait un risque de défaut pour chacun des pays européens, dépendant de sa situation

financière, ce qui est le cas des provinces au Canada. En théorie c'est le cas ; on se rappelle que le traité de Maastricht prévoit une clause de *no bail-out* (pas de sauvetage d'un pays de l'Union monétaire en difficulté) et l'interdiction de monétiser les dettes publiques. Pourtant, personne ne croit que la BCE ou l'Union laisseraient un État membre de la zone euro être en difficulté avec sa dette publique sous peine de détruire la crédibilité de l'euro auprès des investisseurs. On devrait donc considérer les émissions des Trésors de la zone euro comme un tout homogène, aux considérations techniques près (taille, liquidité, existence de marchés à terme efficace, fonctionnement du marché des repos, techniques d'émission...). Le *spread* entre le taux de l'ensemble des émissions publiques et les *swaps* fluctuerait alors en fonction de la situation relative des émetteurs publics (pris dans leur ensemble) et privés de la zone euro, les émetteurs publics étant considérés comme solidaires.

Le graphique n°1 ter montre que depuis le début de 2001 l'écart de taux entre la courbe des *swaps* et la courbe des emprunts d'État (le *swap spread*) s'est réduit considérablement (de 65 à moins de 30 points de base pour l'Allemagne), ce qui indiquerait normalement une amélioration de la situation relative des émetteurs non souverains de meilleure qualité, alors qu'au contraire les *spreads* de taux par rapport aux *swaps* de ces émetteurs semblent indiquer que leur situation s'est dégradée (graphiques n°3 a-b-c) dans un contexte de ralentissement économique.

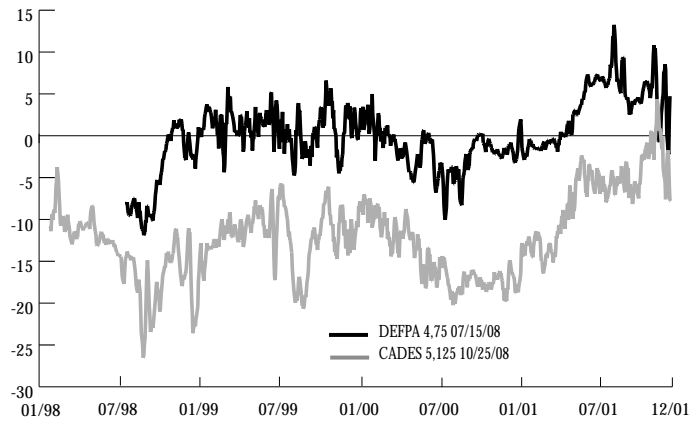
6

Graphique n°3 a
Zone euro : *spread* contre *swaps*



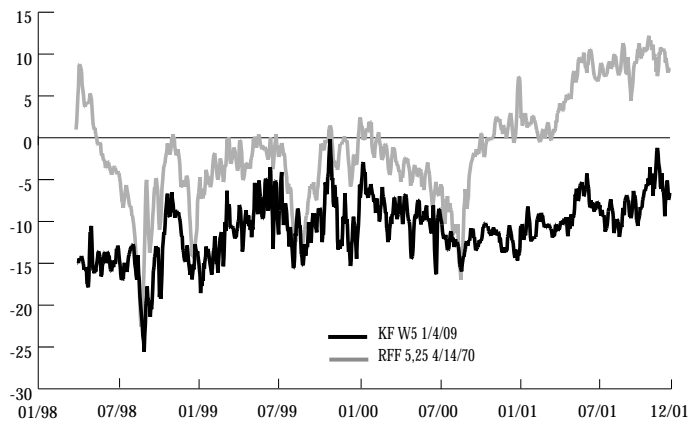
Source : Data stream

Graphique n°3 b
Zone euro : *spread* contre *swaps*



Source : Data stream

Graphique n°3 c
Zone euro : *spread* contre *swaps*



Source : Data stream - CDC IXIS

Les graphiques 3 a-b-c montrent les écarts de taux payés par des émetteurs de très grande qualité (secteur public, meilleures banques hypothécaires).

Les émissions publiques de la zone euro ne forment donc pas un ensemble homogène, et le *swap-spread* ne semble pas réagir avec la situation des émetteurs privés. Cette situation indique, au moins, que les marchés financiers ne croient pas à la thèse de la solidarité : ils attribuent

des risques implicites de défaut différents aux pays de la zone euro et ne considèrent pas leurs titres comme parfaitement substituables.

Cependant, la thèse de la solidarité n'est pas totalement rejetée non plus, puisque les *swaps-spreads* varient aussi avec la situation globale des émetteurs publics de la zone (hausse du déficit public attendu pour 2001 et 2002 par exemple).

Si les émetteurs souverains de la zone euro gardent leur individualité aux yeux des marchés, la hiérarchie des *spreads* devrait au moins refléter la hiérarchie des performances économiques et financières. Ce n'est pas le cas.

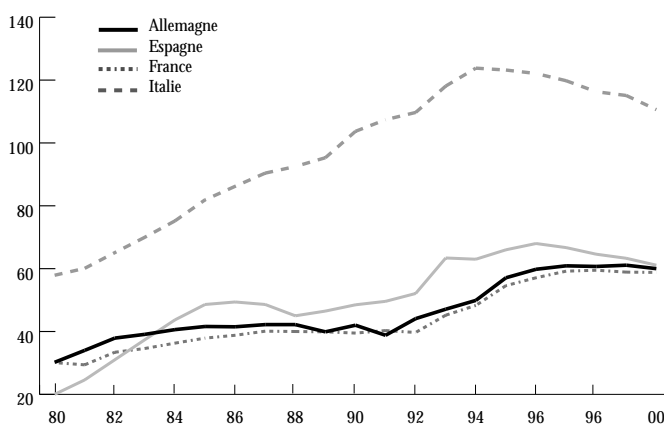
ÉCARTS DE TAUX ET SITUATIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

S'il n'y avait pas de solidarité entre émetteurs souverains de la zone euro, les investisseurs devraient regarder la capacité à rembourser leur dette publique, c'est-à-dire le niveau d'endettement, la croissance, les taux d'intérêt réels, la stratégie budgétaire. On sait qu'il y a solvabilité intertemporelle si les excédents budgétaires primaires (hors paiement des intérêts sur la dette) futurs actualisés couvrent la dette publique présente. Observons la situation des 4 grands pays.

Les graphiques n°4, 4 bis et 4 ter montrent que la situation budgétaire de l'Italie est moins bonne (pour le taux d'endettement public et les intérêts sur la dette publique) que celle de l'Allemagne ou de la moyenne des pays ; mais ce n'est pas le cas pour l'Espagne qui montre un équilibre

8

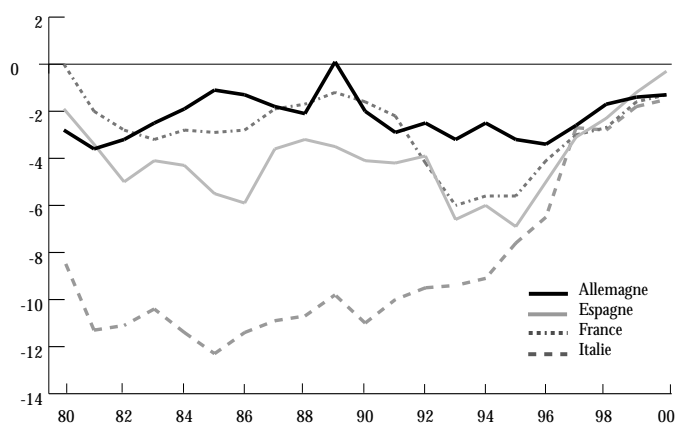
Graphique n°4
Dette publique (en % du PIB)



Source : OCDE

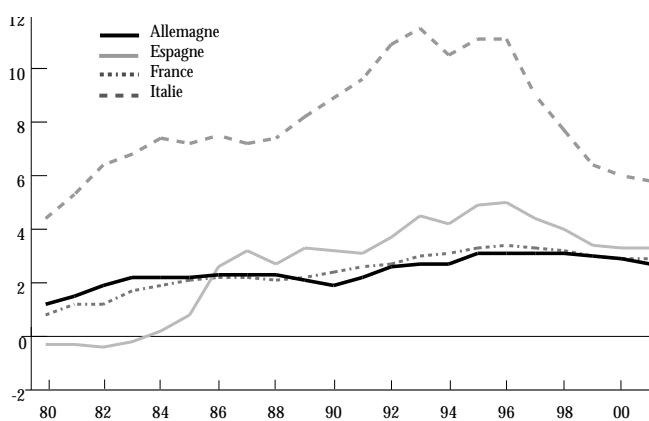
budgétaire en 2001. La performance de croissance de la France et surtout de l'Espagne est nettement meilleure que celle de l'Allemagne (graphique n°5). Enfin, la solvabilité budgétaire est plus facile à obtenir en Espagne que dans les autres pays puisque les taux d'intérêt réels y sont plus faibles (graphique n°6). Tous ces éléments montrent l'absence de lien entre la situation macroéconomique, la solvabilité budgétaire et les *spreads* de taux de la zone euro.

Graphique n°4 bis
Déficit public (en % du PIB)



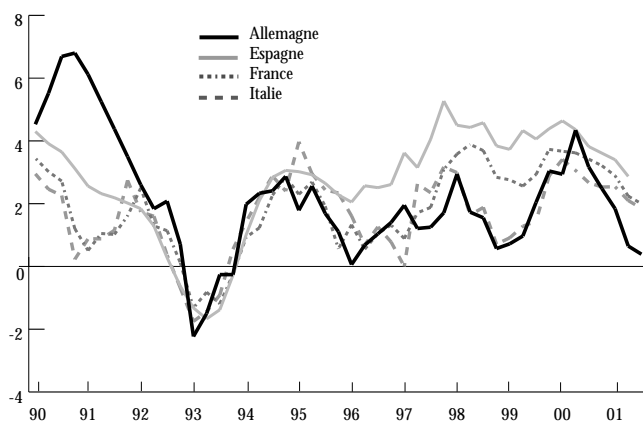
Source : OCDE, CDC IXIS

Graphique n°4 ter
Intérêt sur la dette (en % du PIB)



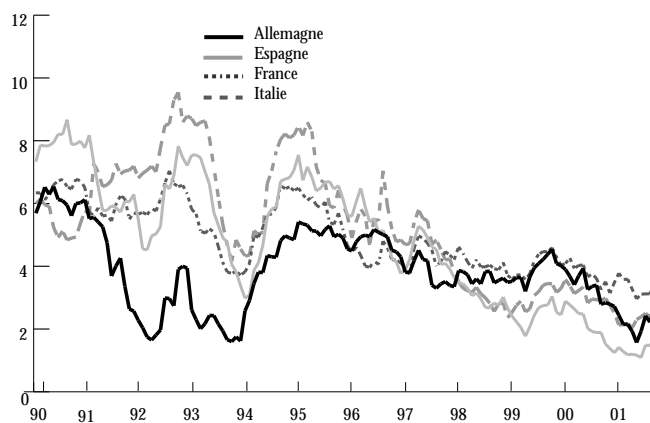
Source : OCDE

Graphique n°5
Croissance (GA en %)



Source : Data stream

Graphique n°6
Taux d'intérêt réel à long terme



Source : Data stream

10

S'il est normal que l'Italie paie un taux d'intérêt plus élevé que les autres pays, puisque sa dette publique est élevée, sa croissance réelle assez faible en moyenne, ce n'est pas le cas clairement de l'Espagne.

On peut d'ailleurs se demander pourquoi l'Allemagne joue le rôle de référence pour les marchés obligataires de la zone euro : sa croissance est

faible, sa situation budgétaire plus mauvaise que celle de la France ou surtout de l'Espagne.

QUELLES EXPLICATIONS ?

Le niveau actuel des *spreads* de taux entre les grands pays résulte donc, au-delà des facteurs techniques, d'une double erreur.

L'existence de *spreads* suppose qu'il n'y a pas de solidarité entre émetteurs, c'est-à-dire qu'un État de la zone euro pourrait faire défaut ; ceci est faux, même s'il y a une *no bail-out clause* dans le traité de Maastricht ; on devrait donc considérer ces dettes publiques comme étant très substituables.

Supposant même, qu'il n'y a pas de solidarité entre émetteurs, les *spreads* devraient refléter le niveau de solvabilité intertemporelle des finances publiques des différents pays. Or, ce n'est pas le cas, le pays dont l'économie est dans le plus mauvais état étant probablement l'Allemagne, alors que le pays le plus solvable est l'Espagne.

La situation présente résulte sans doute de facteurs historiques et d'habitudes.

Les non-européens investissaient essentiellement en *bunds* et à un moindre degré en OAT avant l'unification ; il est difficile pour des investisseurs non-européens de suivre les économies, les politiques d'émission des Trésors, les courbes des taux... de 12 pays. Il faut aussi tenir compte de ce que les Trésors (ministères des Finances) européens ont des méthodes d'émission différentes ; de ce que la fiscalité des obligations diffère d'un pays à l'autre. De ce que les Trésors de la zone euro se considèrent plus comme concurrents que comme partenaires : ils essaient d'avoir une avance technologique, de créer de nouveaux produits, de montrer qu'ils sont meilleurs que les autres Européens... Les caractéristiques techniques des marchés (marché des repos, marchés à terme plus ou moins liquides) diffèrent.

Joue aussi un rôle le réflexe injustifié qui consiste parfois à revenir sur le marché allemand lorsque l'aversion pour le risque s'accroît.

Les graphiques n°7 a-b montrent qu'il y a simultanément :

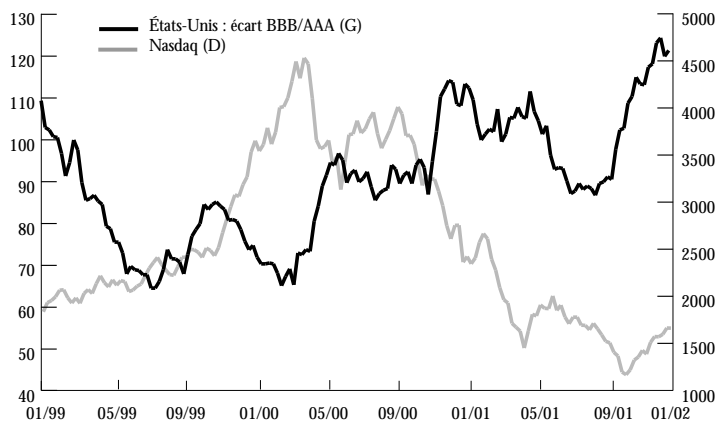
- ouverture des *spreads* de crédit BBB-AAA aux États-Unis (avril-mai 2000 ; novembre 2000) ;
- recul du Nasdaq ;
- ouverture des *spreads* souverains Espagne-Allemagne et Italie-Allemagne.

Le *flight to quality* favorisait donc bien le marché obligataire allemand souverain.

Il est intéressant de voir que cette situation évolue.

En octobre-novembre 2001, après le 11 septembre, il y a à nouveau forte ouverture des *spreads* de crédit, mais pas d'ouverture de *spreads*

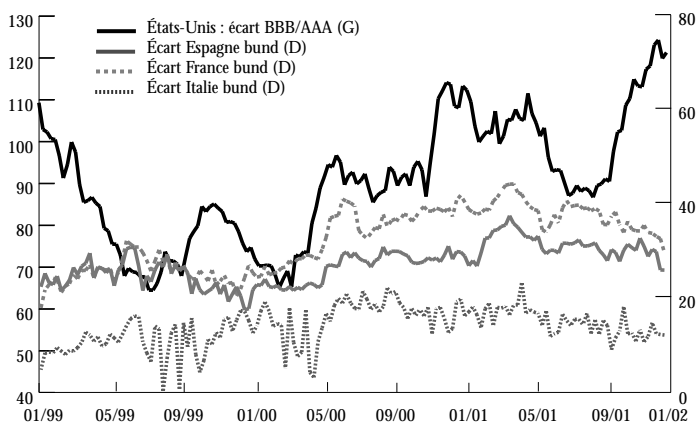
Graphique n°7 a
Nasdaq et *spread* de crédit
 (en point de base)



Source : ODC IXIS

12

Graphique n°7 b
Nasdaq et *spreads* de crédit et *spreads* souverains dans la zone euro
 (en point de base)



Source : Data stream

souverains dans la zone euro, au contraire. Il n'y a pas non plus d'ouverture des *swap spreads* (écarts de taux entre la courbe des *swaps* et la courbe des fonds d'État).

Pour la première fois, à la fin de l'année 2001, le *flighty to quality* ne porte pas particulièrement sur les titres publics allemands. Il incorpore

aussi ceux des autres pays et même les émissions des bons emprunteurs privés (liés à la courbe des *swaps*).

*UN HANDICAP DU MARCHÉ OBLIGATAIRE EUROPÉEN
QUI EST PEUT-ÊTRE EN TRAIN DE SE RÉDUIRE*

L'hétérogénéité qui résulte de la variabilité des écarts de taux entre émetteurs souverains européens est pénalisante : le marché obligataire de la zone euro n'est pas unifié, et de ce fait manque de liquidité par rapport au marché américain. La situation est aggravée par le fait que les écarts de taux n'ont pas de déterminant macroéconomique clair. Ceci les rend difficiles à prévoir pour les investisseurs, et empêche qu'ils jouent le rôle de discipline de marché. Un élément d'espoir est l'évolution des derniers mois à la fin de 2001, où ces *spreads* se sont resserrés et n'ont pas été pénalisés par l'augmentation de l'aversion pour le risque.

