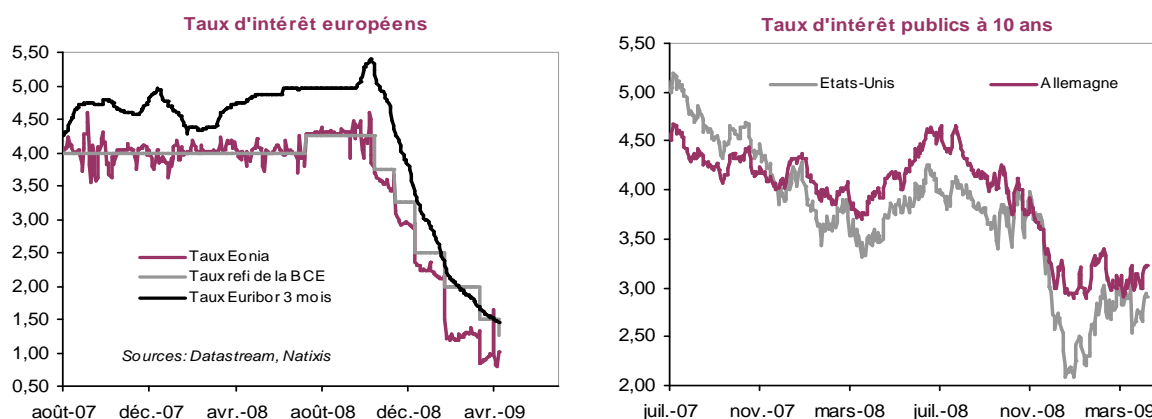


TAUX DE LA BCE, TAUX LONGS EUROPÉENS ET EURO / DOLLAR : QUELLES ÉVOLUTIONS POUR LES MOIS À VENIR ?

Les derniers mois ont été les témoins d'annonces très importantes (et très « innovantes ») pour les marchés financiers : renforcement des plans de relance, sommet du G20, accroissement du rôle du FMI, plan Geithner aux Etats-Unis, annonce du rachat par la Fed et la BoE d'actifs publics et privés... Dans ce contexte, il nous a semblé nécessaire de répondre à quelques questions simples concernant nos anticipations pour les principales variables financières de la zone euro : taux directeurs de la BCE et taux interbancaires, taux publics à 10 ans, euro / dollar.

EST-CE QUE LA BAISSSE DES TAUX DE LA BCE DE SEULEMENT 25 PPS MODIFIE NOTRE SCÉNARIO ?

Pas réellement. Certes, nous n'attendions pas une baisse de seulement 25 pps. Néanmoins, cette dernière n'est pas si surprenante si on se rappelle que, traditionnellement, la BCE signale la fin de ses phases de durcissement ou d'assouplissement monétaire soit par un espacement de ses mouvements de taux, soit par une moindre amplitude de ces derniers. Or, sachant que Jean-Claude Trichet s'est clairement engagé à poursuivre la baisse de son taux refi (« pour le principal taux directeur, ce n'est pas un plancher »), probablement en juin, son point bas devrait se situer à 1%, le niveau que nous anticipons depuis déjà plusieurs semaines¹. Le taux directeur de la BCE devrait d'ailleurs se maintenir à un tel plancher jusqu'en fin d'année 2010.



De son côté, le taux Euribor 3 mois devrait désormais ralentir sa chute des derniers mois (de 5,40 % début octobre à 1,45 % désormais). Une cible à 1,10 % à horizon un an semble crédible. A moins, bien entendu, que la BCE ne finisse par adopter une « politique à taux zéro ». Ce dernier cas n'interviendrait toutefois qu'en cas de risque déflationniste avéré, un scénario déflationniste qui nous semble peu probable en l'état.

En fait, actuellement, le débat sur la politique monétaire concerne plus les aspects « non-conventionnels » que le niveau du principal taux directeur. La BCE a franchi un premier pallier à l'été 2007 en substituant des opérations de refinancement à long terme (ORLT à 3 mois) à des opérations principales de refinancement (du jour-le-jour jusqu'à la semaine) et en augmentant la liste des collatéraux acceptés. Le second pallier a été passé en octobre dernier lorsque que Jean-Claude Trichet a annoncé une modification des procédures d'appel d'offre et une forte hausse des montants de liquidités servis (en particulier à long terme). Une troisième étape devrait être décidée rapidement. Selon toute vraisemblance, une augmentation de la maturité des ORLT (jusqu'à un an ?) et une réduction du corridor des taux directeurs (le taux de la facilité de dépôt devrait être maintenu à 0,25 %, malgré la baisse à 1 % du taux refi) seront certainement préférées à un achat de titres publics (interdit d'ailleurs par les Traités européens...) ou de titres privés (difficile à mettre en place dans un marché fragmenté et fortement intermédié).

LES TAUX LONGS EUROPÉENS VONT-ILS REMONTER AU COURS DES PROCHAINS MOIS ?

En fait, au-delà des aspects techniques et des news politiques ou économiques (par exemple, annonce du plan Geithner ou baisse des taux moins forte qu'attendu par la BCE) qui peuvent avoir un impact à court terme sur le marché, nous tablons sur un maintien des taux longs à un faible niveau, très inférieur en tout cas à leur niveau moyen depuis la mise en place de la zone euro (4,25 % pour le Bund 10 ans).

Selon nous, quatre éléments pourraient avoir une influence haussière sur les taux² : une forte remontée de l'inflation, une hausse massive de l'endettement des Nations, un reflux significatif de l'aversion pour le risque et une forte hausse des taux directeurs. A moins d'un redressement soudain du prix des matières premières (peu probable

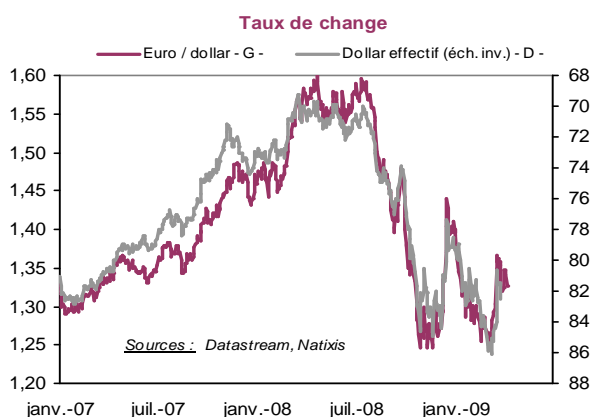
¹ Cf. Special Report n°59, « BCE : un plancher à 1,00 % ? », 27 février 2009.

² Cf. Eco Hebdo n°5, « Quid de l'évolution des marchés : malgré les déficits publics, les taux longs vont se maintenir à un bas niveau », 30 janvier 2009.

dans le contexte de récession mondiale actuelle), une hausse rapide des prix semble peu probable étant données la très forte sous-utilisation des capacités de production et l'atonie de la demande finale. De même, si la progression des dettes publiques devrait être spectaculaire, elle s'effectue dans un contexte de net désendettement des acteurs privés (ménages et entreprises), limitant ainsi la hausse de l'endettement global des Nations, donc les effets d'éviction. En outre, même si on peut retenir l'hypothèse selon laquelle le plus dur de la crise financière est passé, les événements récents devraient marquer durablement les investisseurs et réduire leur appétence pour le risque. Une correction massive du mouvement de *flight to quality* observé actuellement semble donc exclue. Enfin, comme les banques centrales en ont pris l'engagement, aucune remontée des taux directeurs ne devrait intervenir dans un horizon d'un an. A l'arrivée, les taux 10 ans européens (allemands) devraient fluctuer au cours des prochains mois dans une fourchette comprise entre 3,00 % et 3,50 %.

QUELLE VA ÊTRE LA TENDANCE DE FOND POUR L'EURO / DOLLAR ?

Quand on étudie les évolutions récentes de l'euro (de 1,60 dollar au début de l'été 2008 à un niveau compris entre 1,25 et 1,35 ces derniers mois), on est frappé par la faible pertinence des arguments mis en avant sur la place publique pour expliquer ces mouvements³. D'une part, l'idée selon laquelle la monnaie unique serait victime des craintes d'éclatement de la zone euro ne peut être retenue quand on considère le coût (politique, financier et économique) qu'il y aurait pour un pays à sortir de l'UEM. D'autre part, un possible écroulement des pays d'Europe de l'Est ne peut avoir de conséquence réelle sur le niveau de l'euro, les PECO représentant moins de 7 % du PIB de l'UE-27 et les pays les plus touchés (Pays Baltes et Hongrie) à peine 20 % de l'ensemble des PECO. Au final, les différentiels de croissance et de politique monétaire entre les deux rives de l'Atlantique semblant avoir peu d'impact, on est forcé de ne retenir que des facteurs propres à l'économie américaine pour expliquer les mouvements de l'euro / dollar.



Parmi ces derniers, les mouvements massifs de rapatriements de capitaux observés en fin d'année dernière justifient une bonne partie de la remontée du dollar (+ 17 % en termes effectifs depuis cet été). Toutefois, comme les derniers chiffres l'ont illustré, ce mouvement tend désormais à s'interrompre, laissant le dollar face à ses fondamentaux. Or ces derniers restent, on le sait, fondamentalement dégradés (déséquilibre externe, déficit budgétaire, moindre attractivité des actifs américains...), plaidant donc plutôt pour un affaiblissement du dollar que le soutien chinois ne ralentira que partiellement. Nous avons ainsi un objectif à 1,45 dollar contre euro à horizon un an.

RÉSUMÉ DE NOS PRÉVISIONS

	Variables financières eurolandaises			
	7-avr	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an
EUR/USD	1,33	1,29	1,35	1,45
Taux refi de la BCE	1,25	1,00	1,00	1,00
Euribor 3 mois	1,47	1,24	1,19	1,13
Taux longs (Bund)	3,23	3,18	3,32	3,61

Source : Natixis

Alexandre Bourgeois

³ Cf. Eco Hebdo n°6, « *Quid de l'évolution des marchés : euro : victime des craintes d'éclatement de la zone euro ?* », 6 février 2009.