

The Banker's View – April 2005

Alan Greenspan est-il si perplexe qu'il le prétend sur le niveau des taux à long terme américains ?

Jean-Pierre PATAT

(écrit début avril 2005)

Abstract

Is the current level of long term interest rates so abnormal ?

A. Greenspan recently said he did not understand the persistence of low interest rates in the long bond market while, at least in the US, short-term interest rates have been firmly increasing. Usual explanations include excessive money supply in all areas, arbitrages in favour of safe and familiar assets, reluctance vis-à-vis the stock markets after the negative experience of 2003....

However, it seems that a very mildly sloped yield curve is not compatible with the buoyant US economy, an inflation rate of more than 3% and a huge current account deficit.

Abnormal in the United States surely ; but not in the euro area where short-term interest rates have remained unchanged for a long time, economic growth is low and inflation under control.

The key question for Europe, therefore, is about the potential for bond market "disconnection". After the recent declarations of A. Greenspan, we observed a moderate rise in long term interest rates, but half as large in the Euro zone as in the US.. This initial "disconnection" of the European market is not yet sufficient ; as the Fed will continue to rise its interest rates, US long-term rates could increase, spontaneously or, pushed by « little sentences » of A. Greenspan, by more than 200 basis points. Any substantial transmission to the European markets would have negative effects on the European investment climate...not to mention the incidence on the public debt burden.

« Pour le moment, le comportement, largement inattendu des marchés obligataires mondiaux reste une énigme ». Coutumier des observations en demi teinte et souvent, à dessein, peu claires, le Président de la Fed a fait preuve, il y a quelques semaines, d'une modestie dont on peut se demander si elle n'est pas feinte. On peut en effet trouver des explications à la situation actuelle des taux d'intérêt.

- Leurs niveaux actuels, tout d'abord, sont conformes à la hiérarchie des taux de croissance et d'inflation dans les grandes zones monétaires, même si les écarts ne reflètent guère les

réalités respectives (cf. nos remarques infra) : 3,61% en France, 4,54% aux Etats-Unis pour le dix ans. Les réactions, mesurées, des marchés aux propos d'A. Greenspan, ont d'ailleurs respecté, voire amplifié cette hiérarchie. Les taux longs français n'ont finalement augmenté que de 25 points de base, les taux américains de 50 points.

- Mais la grande question porte évidemment sur la réaction quasi nulle des taux à long terme américains aux hausses en cascade des taux à court terme qui ont augmenté de 175 points de base en moins d'un an. L'écart de rendements entre les taux courts (3 mois) et les taux longs est ainsi passé de près de 400 points de base il y a un an à peine plus de 180 points aujourd'hui. Si les taux longs restent sur la même tendance, compte tenu des perspectives de hausses supplémentaires des taux du Fed, on pourrait avoir en fin d'année une courbe presque plate. Signe d'une excellent crédibilité de la politique monétaire diront certains, ajoutant que la capacité du Fed à maîtriser une inflation, jugée au demeurant modérée, ne fait pas de doute. Cette explication nous semble un peu courte.
- Je proposerais une autre interprétation. Constatons d'abord que s'il y a eu beaucoup de monnaie de par le monde jusqu'à une période récente, le phénomène s'est quelque peu atténué. La croissance de M3 est de moins de 6% aux Etats-Unis (contre près de 8% en 2003), de 6,5% dans la zone euro (contre 8,5% en 2003). Mais l'« offre de monnaie », que l'on peut estimer d'après l'évolution des crédits bancaires reste très dynamique (entre 8% et 9% l'an selon les zones). Si l'on admet que dans le même temps la « préférence pour la liquidité » des agents économiques n'a pas varié, ces derniers arbitreront logiquement cette monnaie excessive contre les placements alternatifs les plus familiers, les obligations. Allons plus loin et n'ayons pas peur de faire preuve de pédantisme en continuant à nous référer à la théorie économique, en introduisant la notion d'« habitat préféré ». Par crainte du risque, les agents économiques peuvent être incités à concentrer leurs placements sur certains segments du marché, ce qui déforme la courbe des taux. Or, après les mécomptes des marchés d'action, n'est-il pas normal que les investisseurs et les épargnants restent très méfiants vis-à-vis de ce type de placements ? On voit d'ailleurs que le comportement des bourses demeure sans tendance très franche à la hausse.

Quelle que soit la valeur de ces explications, on doit se poser plusieurs questions :

- Une courbe des taux presque plate est-elle conforme à la situation des Etats-Unis : forte croissance, forte inflation quoiqu'on dise (3,3%) déficit énorme des paiements courants. On comprend qu'A. Greenspan s'en préoccupe et essaie, à sa manière, d'impulser une hausse graduelle, mais significative des taux à long terme.
- Deuxième question : la courbe des taux européens, très peu pentue est-elle si anormale ? A l'évidence non quand on constate la faible croissance et l'inflation maîtrisée. Si l'on considère en outre que les taux de la BCE n'ont pas varié depuis des mois, que les besoins de financement des Etats sont certes élevés, mais que ceux des entreprises sont très modérés, est-ce qu'une courbe quasiment plate ne serait pas la normale ? A. Greenspan a une tendance fâcheuse à confondre les taux américains et les taux mondiaux. Confusion qui n'est malheureusement pas si absurde quand on voit que la hausse, encore modérée, qu'il est parvenu à provoquer par ses paroles s'est propagée à la zone euro. Dans une moindre mesure certes, mais nous considérons que c'est encore trop. Et si l'on songe que le mouvement de hausse des taux du Fed n'est pas terminé et que les autorités monétaires

continueront, à leur manière, de chercher à susciter des hausses de taux longs en parallèle, on peut être inquiet des incidences qui en résulteraient pour les conditions de financement en Europe alors qu'une reprise de l'investissement est si souhaitable.....sans compter les conséquences pour la charge de la dette publique.

La «déconnexion» entre les taux de marché américains et européens semble amorcée, mais il reste du chemin à faire.