

## The Banker's View – September 2005

### Hésitations sur les taux obligataires

Jean-Pierre PATAT

(écrit mi septembre 2005)

#### Abstract

##### What's new about the trend in long-term interest rates ?

Long-term US interest rates rose by 50 basis points between the end of June and mid-August, after a 80 bp decline between March and June.

This evolution seemed warranted by the successive (and, overall substantial) rises in the Fed fund rates and the improved performance of the US stock market heralding a more robust US cyclical development. The rise in US long rates could also be explained by the recent –but probably durable– weakening of foreign central banks' purchases of US bonds by. These investments have a much stronger influence on the level of interest rates than investments by the private sector. According to a study published by the Banque de France, these purchases by foreign central banks during the last twenty months could have reduced US bond rates by more than 100 bp.

Since mid-august the bond market appears to be more hesitant and the rise over the June levels dropped to 25 basis points. The outlook is blurred in the short-run by the consequences of Katrina on both the US economy and investors' perceptions.

Will the dollar suffer from these evolutions? Its recent weakening is also linked to the effect of the Katrina hurricane. My point of view is that this recent move will not last, as the dynamics of the US economy is still very attractive for foreign direct investments.

The recent evolution has also highlighted a reduction in the interest rate connection between the US and the Euro area, with long rates in the latter remaining flat when US rates rose by these 25 bp. by a new progress toward a less mechanic dependence of the European rates vis-à-vis the US rates. So, as the second one rose by 25 points since the end of June the first one are today at the level of the end of June. This very limited and initial disconnection is a positive step towards a more autonomous and more efficient monetary policy in Europe.

Entre la fin juin et la mi-août, les taux à 10 ans américains ont connu un net mouvement de hausse les portant de 3,96% à 4,45%. Cette évolution survenait après une baisse de 80 points

de base pendant les trois mois précédents, alors même que durant cette période, le Fed avait augmenté ses taux de 50 points.

Certes, la hausse était encore modeste et la pente de la courbe des taux toujours faible. Mais du moins l'écart entre le jour-jour et le dix ans, qui avait fondu de presque 100 points de base entre fin mars et fin juin, paraissait-il stabilisé à environ 80 points.

Plusieurs raisons pouvaient expliquer ce mouvement :

- La cascade de hausses des taux du Fed, annoncée mais tout de même impressionnante, devait bien finir par produire quelques effets, en confirmant notamment la robustesse de la conjoncture américaine. Les marchés d'actions dont le comportement hésitant constituait, à mon sens, une raison importante de la ruée sur l'obligataire, et donc de la baisse des taux longs, paraissaient en outre plus franchement haussiers.
- Une autre explication pouvait résider dans la récente diminution des achats de titres américains à revenu fixe par les banques centrales étrangères. Ces achats qui, en net, étaient proches de zéro jusqu'en 2002, se sont envolés en 2003 et plus encore en 2004, avec notamment les investissements des grandes banques centrales asiatiques. Les achats des banques centrales, motivés par un accroissement de leurs actifs en devises, ont une influence beaucoup plus grande sur les taux que ceux du secteur privé, puisqu'ils se traduisent par une injection de monnaie centrale sur le marché, alors que les acquisitions des agents privés, résultent souvent d'arbitrages de portefeuilles plus neutres sur le niveau des taux. Une récente étude de la Banque de France montre ainsi que, depuis la fin du premier semestre 2003, les achats d'obligations américaines par les banques centrales étrangères auraient, toutes choses égales par ailleurs, abaissé de plus de 100 points de base le niveau des taux à dix ans. Or cet élément de soutien des cours s'est, depuis peu, atténué et cet affaiblissement pourrait être durable si la Banque de Chine maintient, voire accentue l'orientation vers une plus grande flexibilité qu'elle a récemment apportée à sa politique de change.

Cette remontée des taux longs, aussi attendue que logique n'aura-t-elle été qu'une parenthèse ? Elle s'est en tout cas interrompue à partir de la mi-août et les taux sont depuis le début septembre aux alentours de 4,20%, ce qui ramène la hausse depuis la fin juin à 25 points de base et l'écart avec le jour-jour à 60 points. Une des conséquences, évidemment la plus minime, du désastre de Katrina, sera sans doute de maintenir l'incertitude sur la direction « fondamentale » des marchés pour quelque temps encore.

Remontée des taux longs, moindres acquisitions d'obligations américaines par les banques centrales, voilà qui pourrait ne pas faire l'affaire du dollar et provoquer un nouvel affaiblissement de la devise. Celle-ci s'est d'ailleurs nettement repliée ces derniers jours, et le cours de l'euro a approché les 1,25. Mais cette évolution, elle aussi liée partiellement à la catastrophe en Louisiane, pourrait être ponctuelle. Un affaiblissement prononcé et durable du dollar, particulièrement redouté des européens, n'est pas, à mon sens, le plus probable. Tant que le site de production américain restera plus (oh combien !) dynamique que celui de la zone euro, les investissements étrangers continueront de s'y déverser, en particulier les investissements directs, toujours florissants (et toujours négatifs dans la zone euro).

Le récent mouvement sur les taux longs américains marque en tout cas un nouveau progrès vers une moins grande connexion entre les évolutions des taux européens et celles des taux d'outre atlantique. Ainsi la récente augmentation des taux a été, en Europe, plus de deux fois inférieure à la hausse constatée aux Etats-Unis et aujourd'hui, après le reflux des dernières semaines, les taux français se retrouvent pratiquement au même niveau qu'à fin juin alors que les taux américains ont tout de même augmenté de 25 points. L'écart de niveaux atteint maintenant 110 points contre 75 il y a quatre mois.

Le plus grand échec de l'euro (sur lequel on a dit cet été beaucoup de sottises qui ne valent pas de commentaires) est, à mon avis, de ne pas avoir créé une « identité » monétaire et financière européenne vraiment autonome, ce qui a deux conséquences : la dépendance vis-à-vis de la conjoncture américaine s'est accentuée, dépendance d'ailleurs asymétrique car elle est beaucoup moins nette en phase de croissance qu'en phase de repli ; cela en grande partie parce que, deuxième conséquence, la connexion des évolutions de taux affaiblit l'efficacité de la politique monétaire de la BCE, dont un très important canal de transmission est, justement, le niveau des taux à long terme. Toute évolution desserrant cette dépendance contribuera à se rapprocher de ce qui fut une des plus importantes motivations de la création de la monnaie unique.