



# LES MARCHES DE TAUX DE LA ZONE EURO

---

*Michel Aglietta, Laurent Berrebi, Audrey Cohen*

**Septembre 2007**



# INTRODUCTION

---

- **Taux courts, politique monétaire et taux-cible**

- Le taux allemand (1982-1998)
- Le taux de la zone euro (1999-2006)
- Comparaison des deux périodes et avec la politique américaine

- **Taux longs et intégration financière**

- Taux long d'équilibre en Allemagne (1982-1998)
- Taux long d'équilibre dans la zone euro reconstituée (1982-2006) et dans la zone euro instituée (1999-2006)
- Changement de régime entraîné par la formation de la zone euro
- Incidences de l'intégration financière: écarts entre les taux longs de la zone euro et des États-Unis.

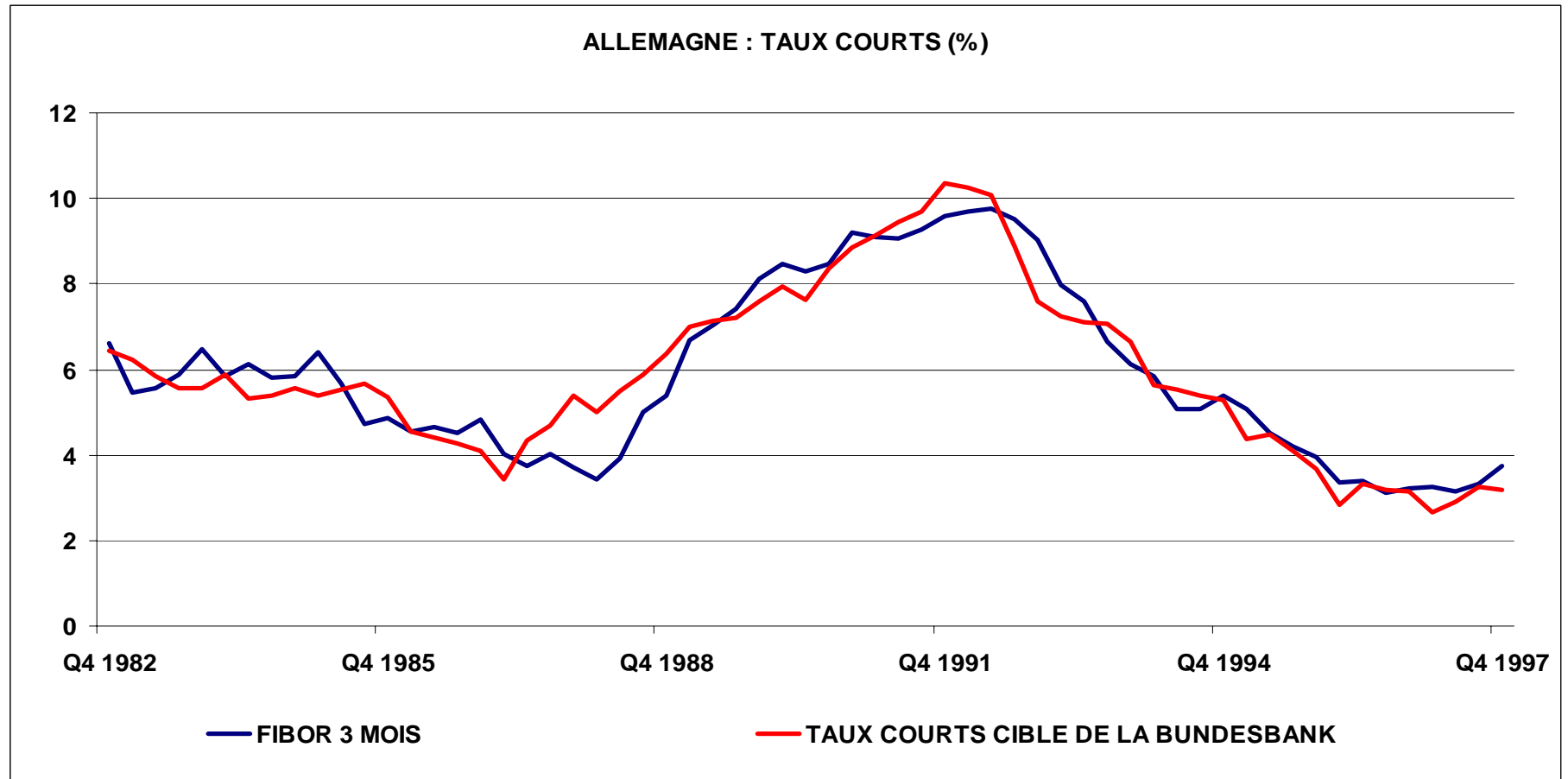
---

# TAUX COURTS et POLITIQUE MONETAIRE

## 1. Allemagne (1982-1998)

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# POLITIQUE MONETAIRE DE LA BUNDSBANK : TAUX-CIBLE



Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# DETERMINATION DES TAUX COURTS NEUTRES EN ALLEMAGNE : OBJECTIF DE LA BUNDESBANK

TAUX COURT-TAUX DE CROISSANCE DE LONG TERME DU PIB NOMINAL	Modèle des Taux courts en Allemagne
CONSTANTE	-0,44
OUTPUT GAP	0,31
INFLATION (Les prix à la consommation)	0,60
SIGNE	OUI
COINTEGRATION	OUI
STABILITE	OUI

## ➤ DETERMINANTS

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# DETERMINATION DES TAUX COURTS NEUTRES EN ALLEMAGNE : OBJECTIF DE LA BUNDESBANK

TAUX COURT-TAUX DE CROISSANCE DE LONG TERME DU PIB NOMINAL	Modèle des Taux courts en Allemagne
CONSTANTE	-0,44
OUTPUT GAP	0,31
INFLATION (Les prix à la consommation)	0,60
SIGNE	OUI
COINTEGRATION	OUI
STABILITE	OUI

## ➤ DETERMINANTS

- ✓ Inflation : l'indice des prix à la consommation

# DETERMINATION DES TAUX COURTS NEUTRES EN ALLEMAGNE : OBJECTIF DE LA BUNDESBANK

TAUX COURT-TAUX DE CROISSANCE DE LONG TERME DU PIB NOMINAL	Modèle des Taux courts en Allemagne
CONSTANTE	-0,44
OUTPUT GAP	0,31
INFLATION (Les prix à la consommation)	0,60
SIGNE	OUI
COINTEGRATION	OUI
STABILITE	OUI

## ➤ DETERMINANTS

✓ **Activité : output gap**

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# DETERMINATION DES TAUX COURTS NEUTRES EN ALLEMAGNE : OBJECTIF DE LA BUNDESBANK

<b>TAUX COURT-TAUX DE CROISSANCE DE LONG TERME DU PIB NOMINAL</b>	<b>Modèle des Taux courts en Allemagne</b>
CONSTANTE	-0,44
OUTPUT GAP	0,31
INFLATION (Les prix à la consommation)	0,60
SIGNE	OUI
COINTEGRATION	OUI
STABILITE	OUI

## ➤ DETERMINANTS

- ✓ **Taux de croissance de long terme du PIB en valeur**

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# DETERMINATION DES TAUX COURTS NEUTRES EN ALLEMAGNE : OBJECTIF DE LA BUNDESBANK

TAUX COURT-TAUX DE CROISSANCE DE LONG TERME DU PIB NOMINAL	Modèle des Taux courts en Allemagne
CONSTANTE	-0,44
OUTPUT GAP	0,31
INFLATION (Les prix à la consommation)	0,60
SIGNE	OUI
COINTEGRATION	OUI
STABILITE	OUI

## ➤ L'INFLATION COMPTE DEUX FOIS PLUS QUE L'ACTIVITE

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

## COMPARAISON AVEC LES US : UNE CONSTANTE DANS LE COMPORTEMENT

Taux court - PIB potentiel nominal	Etats-Unis 1982-2006	Allemagne 1982-1998
Output gap	0.35	0.31
Inflation (prix PIB)	0.59	
Inflation (prix conso)		0.60
Inflation sous-jacente		
Taux court US		
Constante	-2.44	-0.44

- **L'impact de l'inflation et de l'activité était le même en Allemagne qu'aux Etats-Unis**

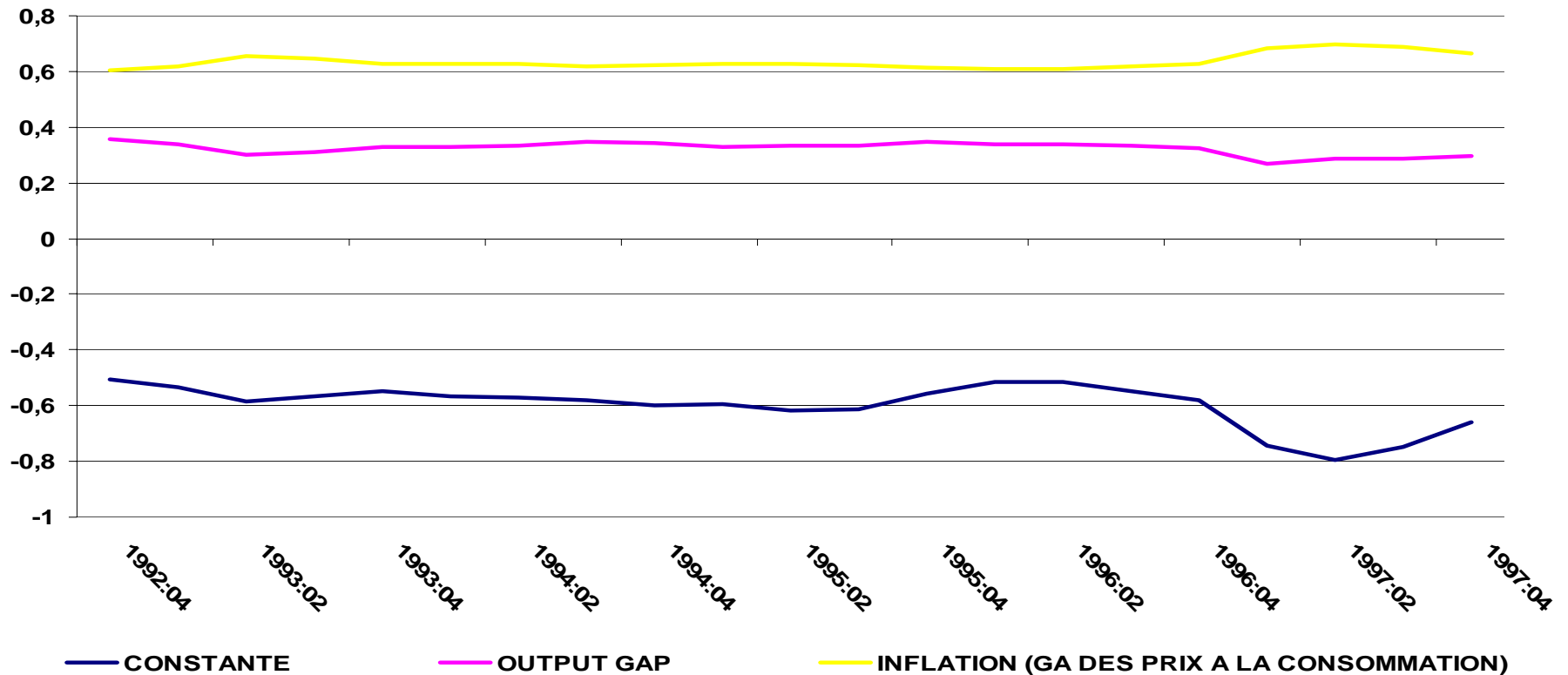
## COMPARAISON AVEC LES US : UNE POLITIQUE MONETAIRE PLUS SEVERE

Taux court - PIB potentiel nominal	Etats-Unis 1982-2006	Allemagne 1982-1998
Output gap	0.35	0.31
Inflation (prix PIB)	0.59	
Inflation (prix conso)		0.60
Inflation sous-jacente		
Taux court US		
Constante	-2.44	-0.44

- **toutes choses égales par ailleurs, les taux courts étaient 200 points de base plus élevés**

# POLITIQUE MONETAIRE DE LA BUNDESBANK : UNE POLITIQUE REGULIERE

STABILITE DES COEFFICIENTS DE LA RELATION DES TAUX COURTS-CIBLE DE LA  
BUNDESBANK



## ➤ LES COEFFICIENTS SONT TRES STABLES :

✓ LA POLITIQUE DE LA BUNDESBANK A-T-ELLE ETE APPLIQUEE PAR LA SUITE ?

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

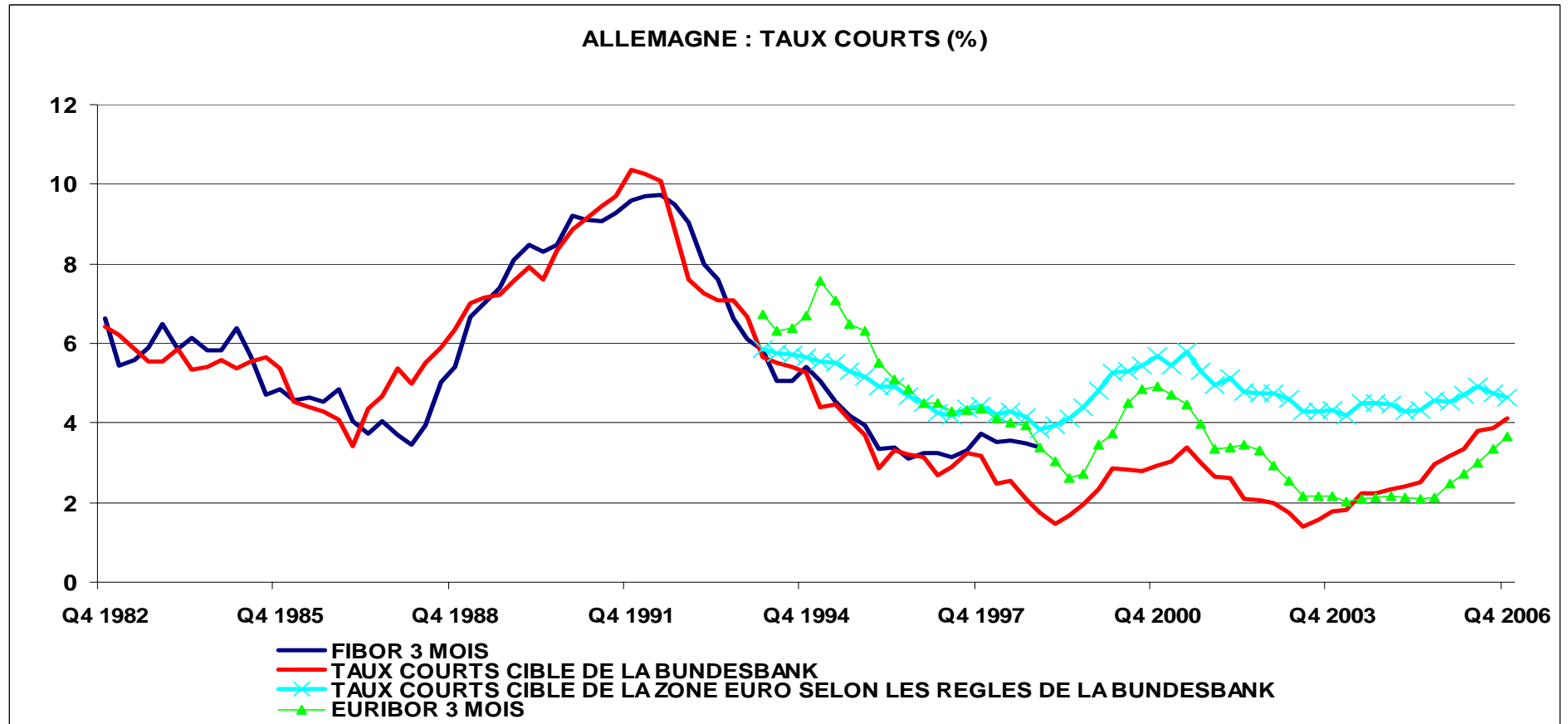
---

# **TAUX COURTS et** **POLITIQUE MONETAIRE**

## **2. Zone euro (1999-2006)**

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# BCE : UNE POLITIQUE MONETAIRE DIFFERENTE



- Des taux bien plus bas que la règle « Bundesbank » appliquée à la zone euro
  - ✓ La politique monétaire a radicalement changé

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

## BCE : UNE POLITIQUE MONETAIRE DIFFERENTE

Taux court - PIB potentiel nominal	Etats-Unis 1982-2006	Allemagne 1982-1998	Zone euro 1999-2006
Output gap	0.35	0.31	0.63
Inflation (prix PIB)	0.59		
Inflation (prix conso)		0.60	
Inflation sous-jacente			0.93
Taux court US			0.24
Constante	-2.44	-0.44	-3.39

- **Diminution de l'impact de l'inflation sur la politique monétaire**

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

## BCE : UNE POLITIQUE MONETAIRE DIFFERENTE

Taux court - PIB potentiel nominal	Etats-Unis 1982-2006	Allemagne 1982-1998	Zone euro 1999-2006
Output gap	0.35	0.31	0.63
Inflation (prix PIB)	0.59		
Inflation (prix conso)		0.60	
Inflation sous-jacente			0.93
Taux court US			0.24
Constante	-2.44	-0.44	-3.39

### ➤ Diminution de l'impact de l'inflation sur la politique monétaire

- ✓ Inflation sous-jacente en lieu et place de l'inflation globale

## BCE : UNE POLITIQUE MONETAIRE DIFFERENTE

Taux court - PIB potentiel nominal	Etats-Unis 1982-2006	Allemagne 1982-1998	Zone euro 1999-2006
Output gap	0.35	0.31	0.63
Inflation (prix PIB)	0.59		
Inflation (prix conso)		0.60	
Inflation sous-jacente			0.93
Taux court US			0.24
Constante	-2.44	-0.44	-3.39

### ➤ Diminution de l'impact de l'inflation sur la politique monétaire

- ✓ Rapport de 1,5 entre le coefficient d'inflation et celui de l'output gap au lieu de 2

## BCE : UNE POLITIQUE MONETAIRE DIFFERENTE

Taux court - PIB potentiel nominal	Etats-Unis 1982-2006	Allemagne 1982-1998	Zone euro 1999-2006
Output gap	0.35	0.31	0.63
Inflation (prix PIB)	0.59		
Inflation (prix conso)		0.60	
Inflation sous-jacente			0.93
Taux court US			0.24
Constante	-2.44	-0.44	-3.39

- Une politique monétaire en partie tournée vers l'extérieur

## BCE : UNE POLITIQUE MONETAIRE DIFFERENTE

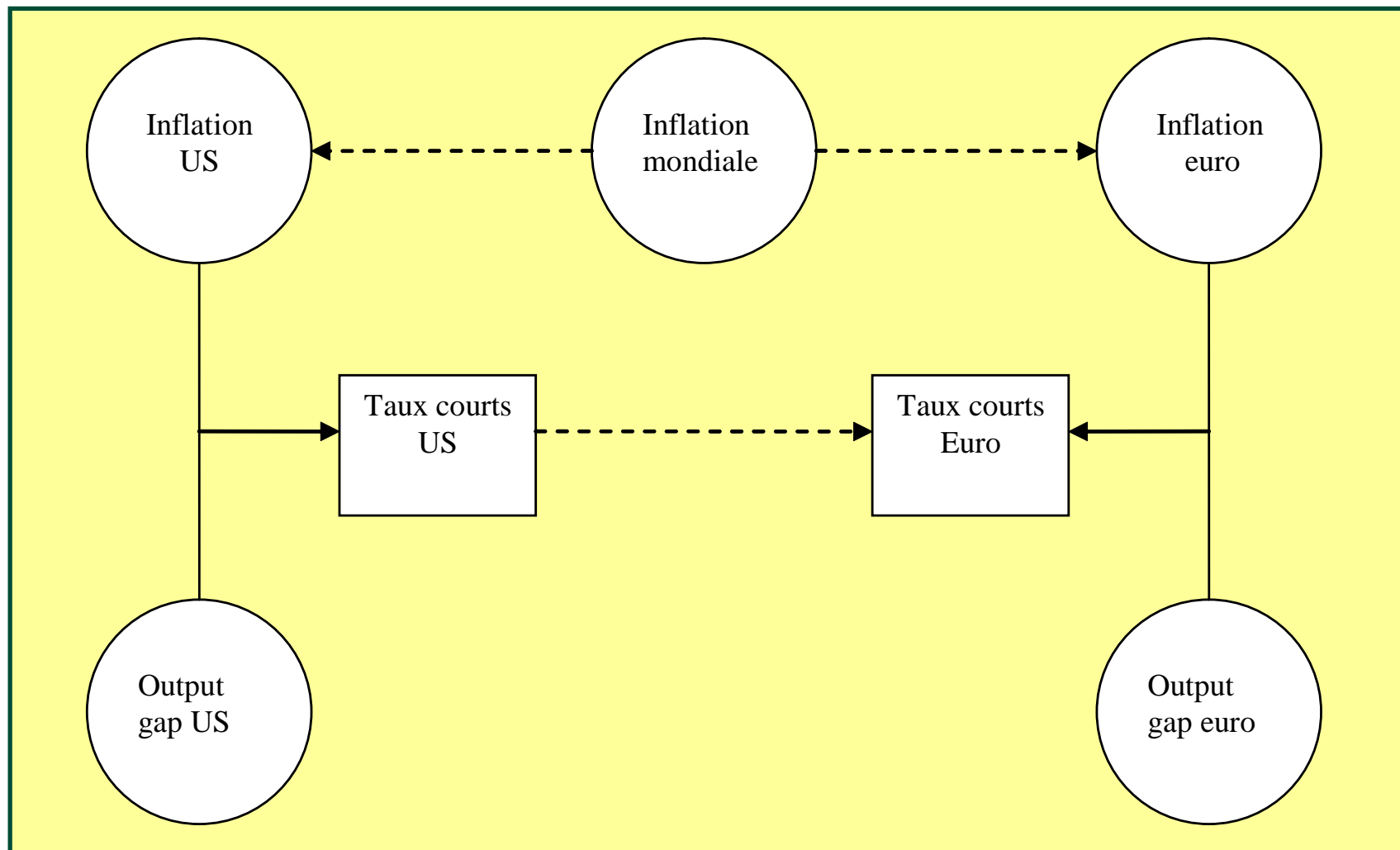
Taux court - PIB potentiel nominal	Etats-Unis 1982-2006	Allemagne 1982-1998	Zone euro 1999-2006
Output gap	0.35	0.31	0.63
Inflation (prix PIB)	0.59		
Inflation (prix conso)		0.60	
Inflation sous-jacente			0.93
Taux court US			0.24
Constante	-2.44	-0.44	-3.39

### ➤ Une politique monétaire en partie tournée vers l'extérieur

- ✓ Pour des raisons de globalisation financière
- ✓ Pour des raisons de globalisation des sphères réelles

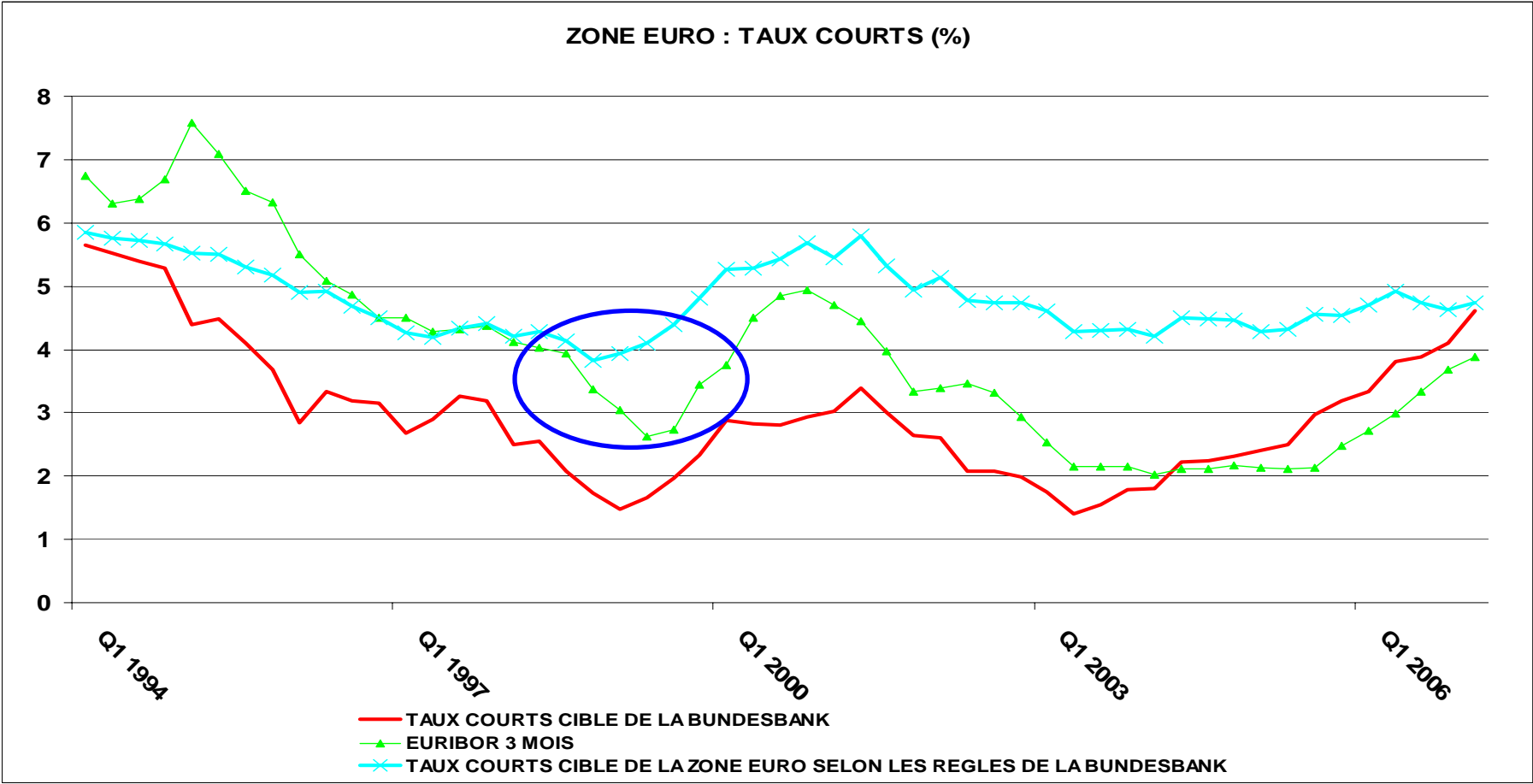
Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# SENSIBILITE AU TAUX COURT AMERICAIN : UNE CONSEQUENCE DE L'INFLATION GLOBALE



Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

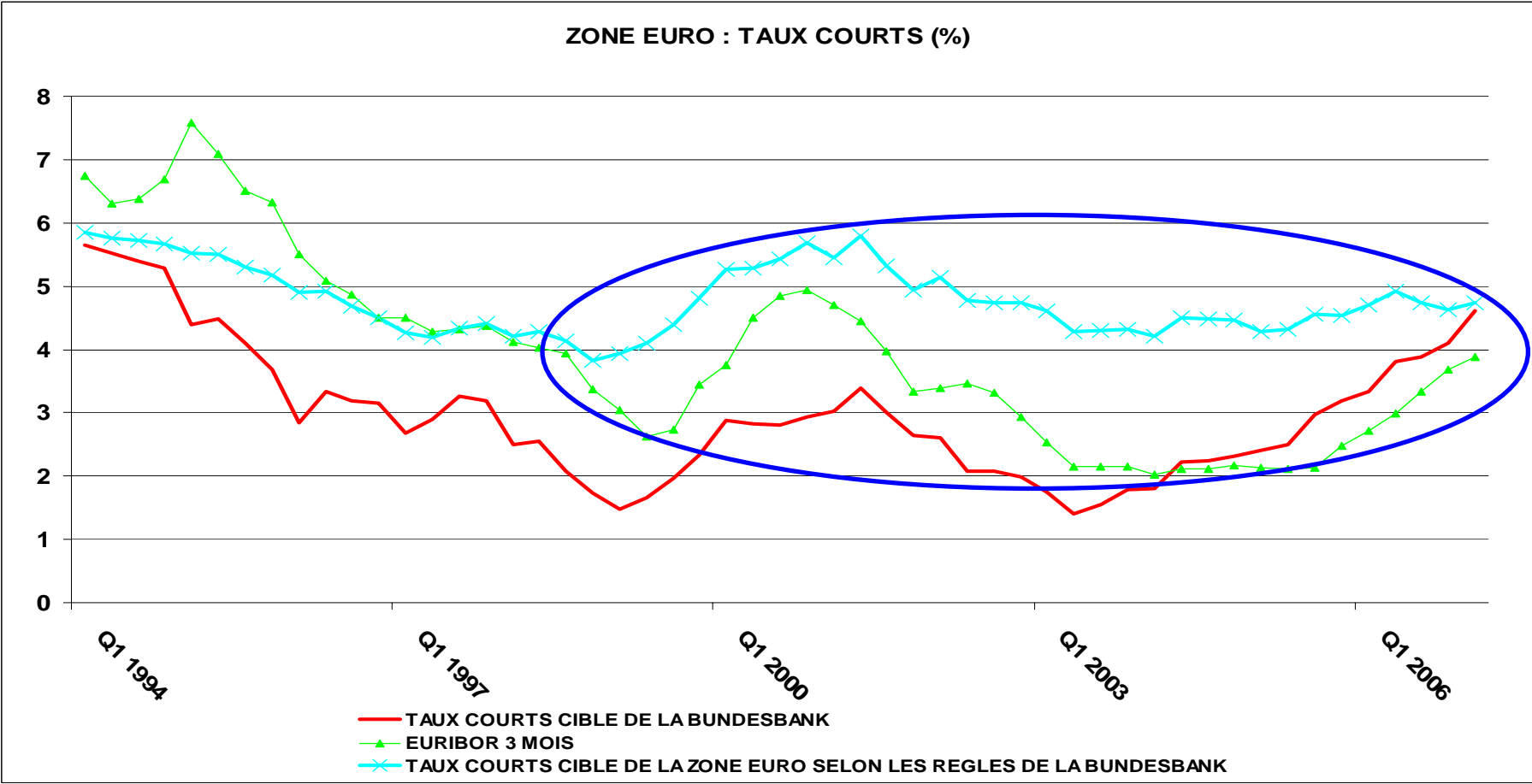
# MODIFICATION DE LA POLITIQUE MONETAIRE : UNE REPONSE A LA GLOBALISATION



➤ **Après crise-asiatique**

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

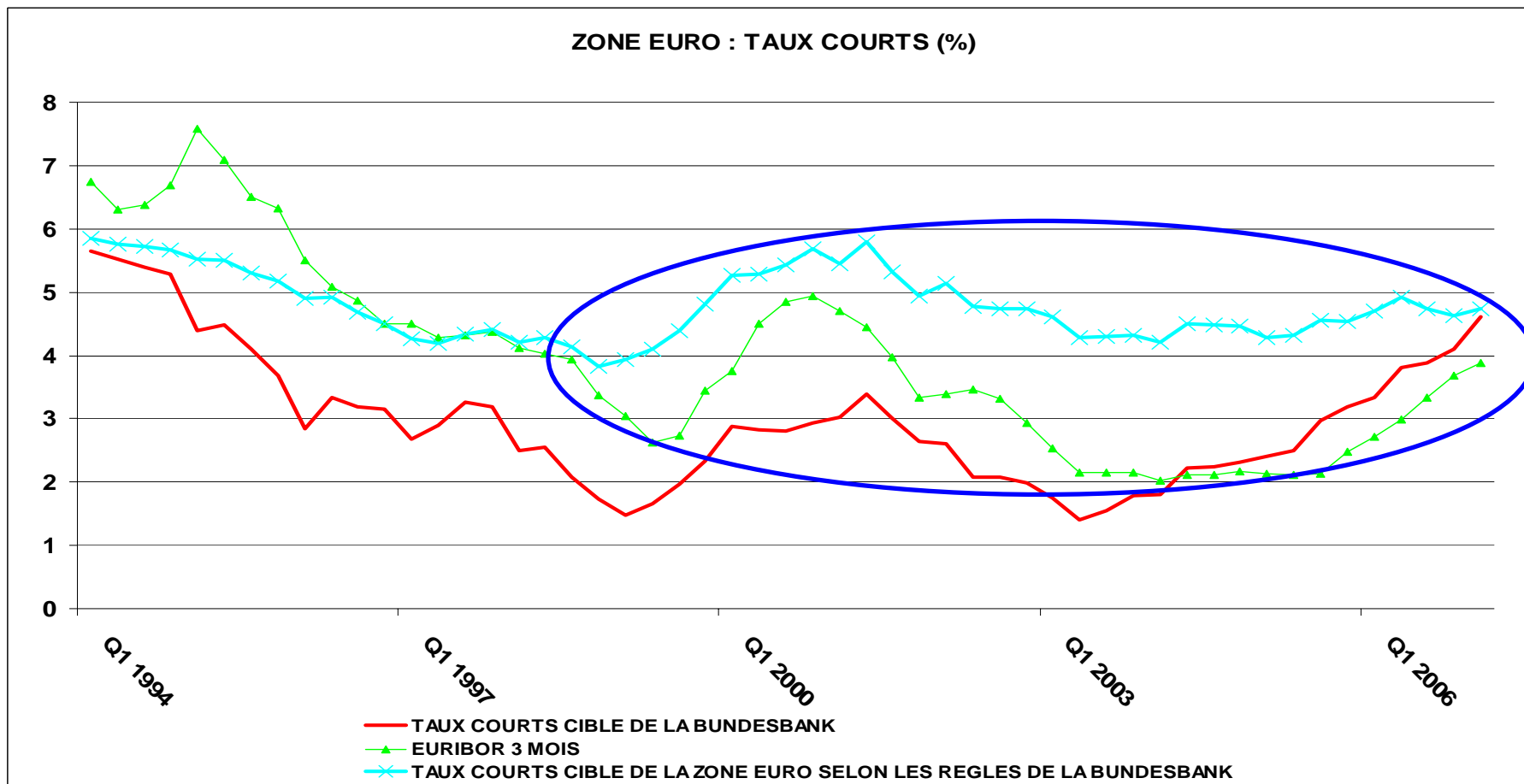
# MODIFICATION DE LA POLITIQUE MONETAIRE : UNE REPONSE A LA GLOBALISATION



➤ **Après crise-asiatique**

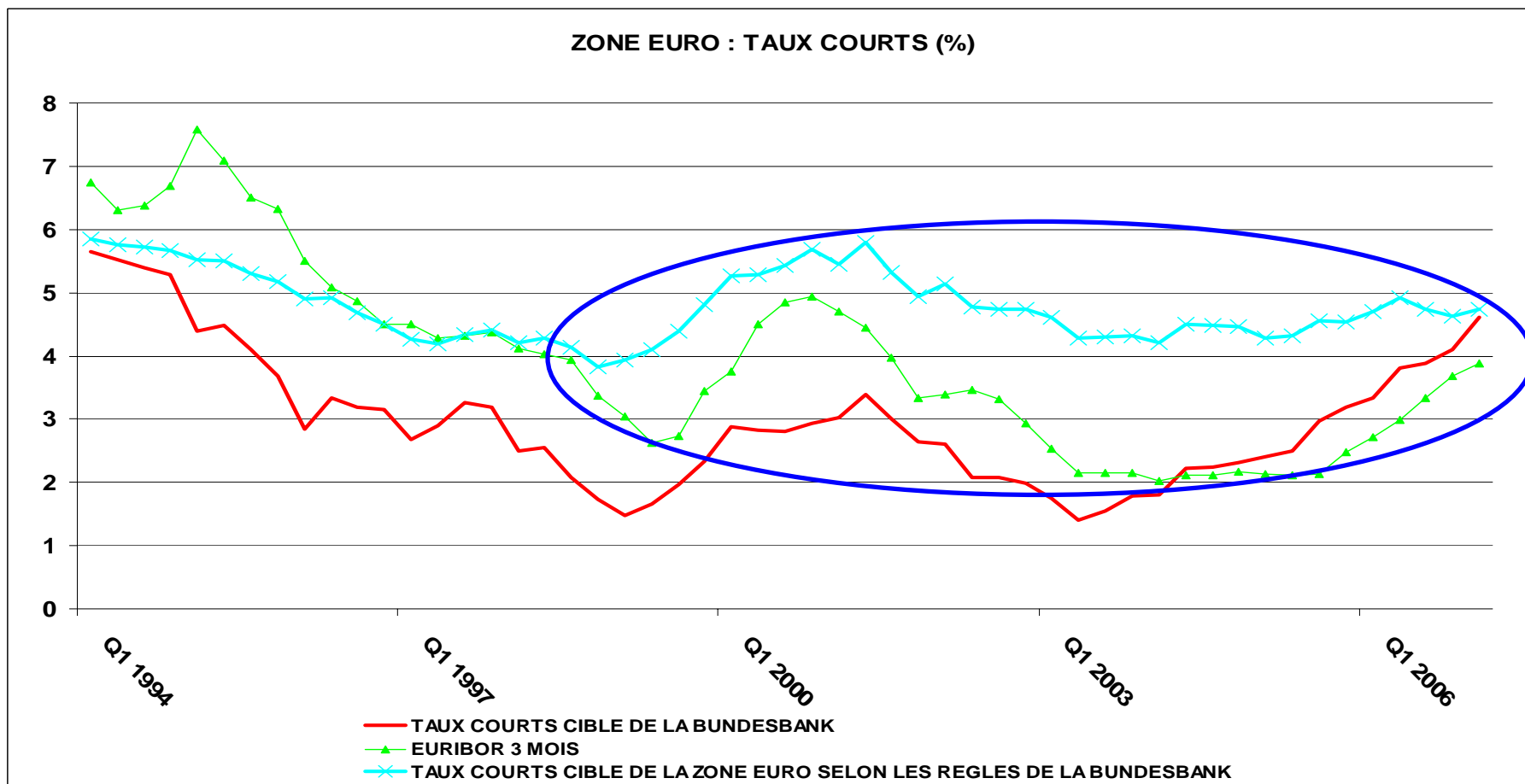
Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# MODIFICATION DE LA POLITIQUE MONETAIRE : UNE REPONSE A LA GLOBALISATION



- **Après crise-asiatique : taux courts perpétuellement plus bas que la règle de la Bundesbank**

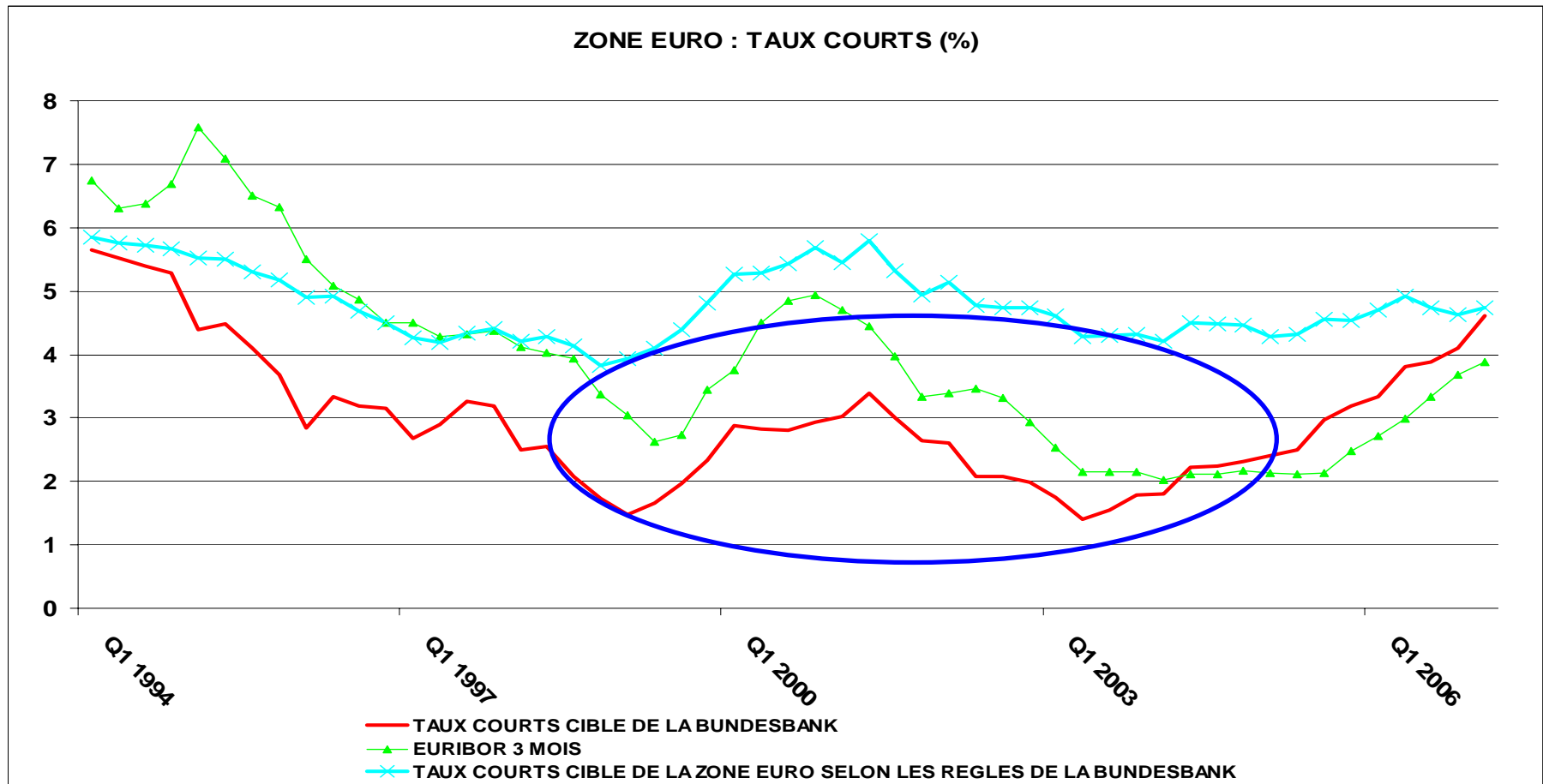
# MODIFICATION DE LA POLITIQUE MONETAIRE : UNE REPOSE A LA GLOBALISATION



- **Après crise-asiatique : taux courts perpétuellement plus bas que la règle de la Bundesbank**
  - ✓ **Changement structurel de la politique monétaire qui devient moins sévère : adaptation à la globalisation réelle qui évite le retour d'inflation à long terme**

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

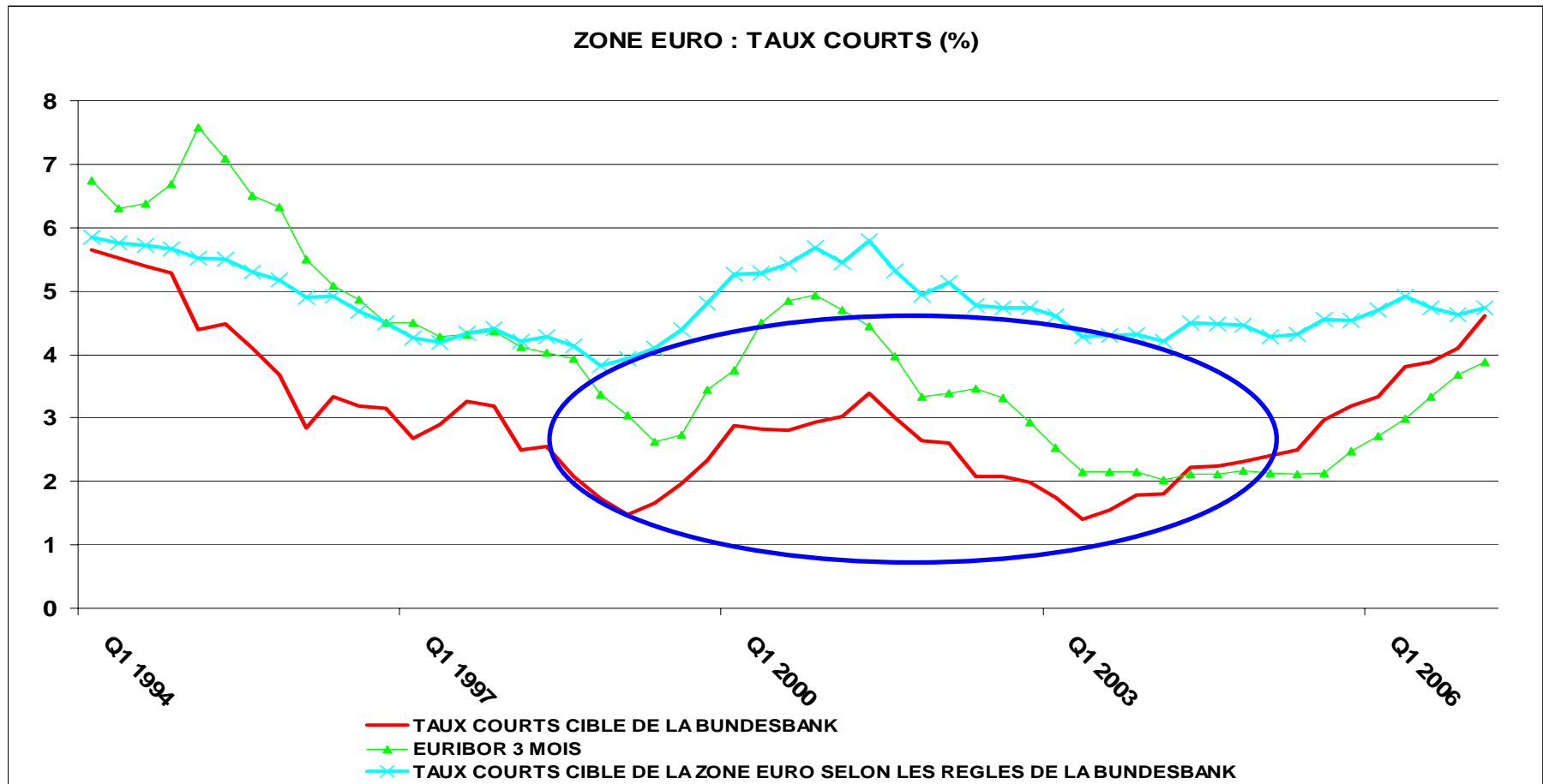
# MODIFICATION DE LA POLITIQUE MONETAIRE : RISK MANAGEMENT



➤ **Taux courts plus élevés que le niveau neutre pour l'Allemagne**

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# MODIFICATION DE LA POLITIQUE MONETAIRE : RISK MANAGEMENT

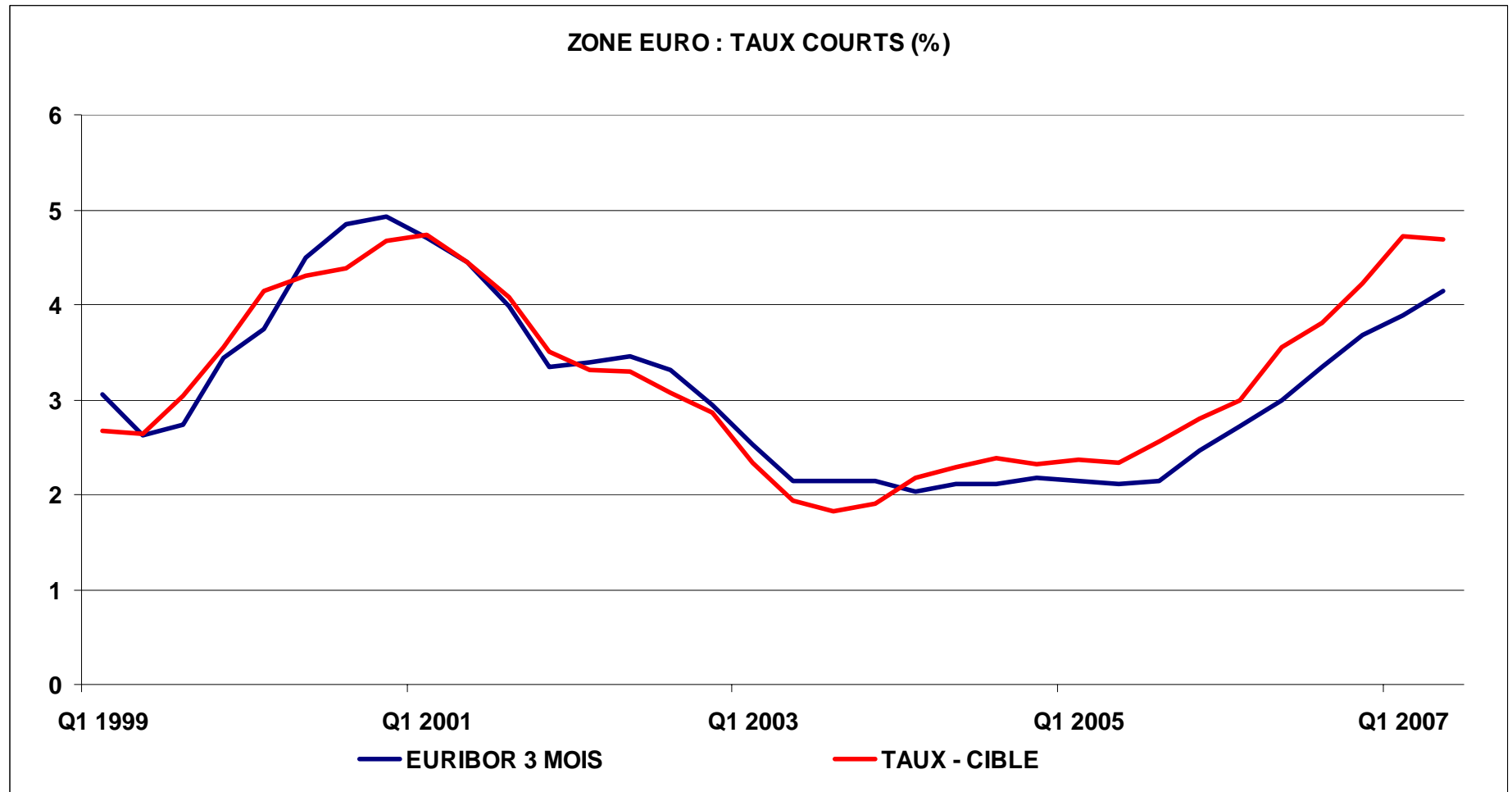


## ➤ Taux courts plus élevés que le niveau neutre pour l'Allemagne

- ✓ Risk management de la part de la BCE : quand l'Allemagne était faible, les taux devaient être plus bas que le niveau neutre en raison d'un risque asymétrique

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# DES TAUX NEUTRES



➤ **Aujourd'hui les taux neutres seraient à 4,75%**

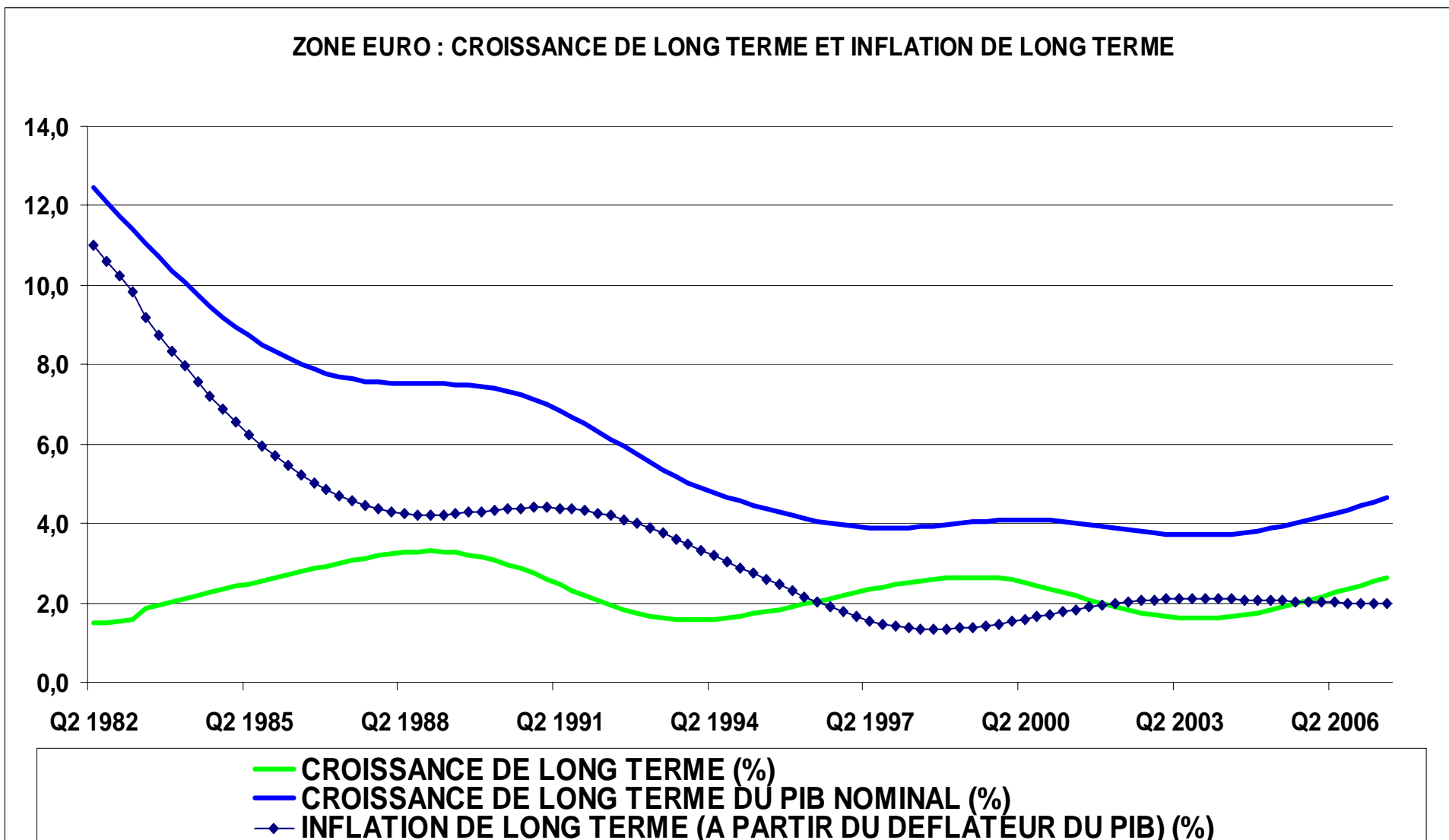
Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# PROSPECTIVES DE LONG TERME : DES TAUX NEUTRES A CES NIVEAUX A L'EQUILIBRE

Taux court - PIB potentiel nominal	Etats-Unis 1982-2006	Allemagne 1982-1998	Zone euro 1999-2006
Output gap	0.35	0.31	0.63
Inflation (prix PIB)	0.59		
Inflation (prix conso)		0.60	
Inflation sous-jacente			0.93
Taux court US			0.24
Constante	-2.44	-0.44	-3.39

- Si équilibre :
  - taux courts US = taux de croissance de long terme du PIB (5,5%),
  - taux d'inflation en zone euro = 2%,
  - output gap = 0
- alors taux courts zone euro = croissance de long terme du PIB nominal = 4,7%

# PROSPECTIVES DE LONG TERME : DES TAUX NEUTRES A CES NIVEAUX A L'EQUILIBRE



Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

## PROSPECTIVES DE LONG TERME : DES TAUX PLUS FAIBLES

- Les répercussions aux US de la baisse prolongée du marché immobilier + la crise financière qui touche de larges segments de crédits titrisés
  - orientation de la politique monétaire dans le sens de **la baisse des taux US**, amorcée en septembre, et inférieur durablement à 5,5%.
- En Europe on peut prévoir:
  - Une baisse amortie des taux courts européens due au mouvement des taux US
  - Une diminution de l'output gap due au ralentissement mondial
  - Un risque dominant vers un ralentissement + prononcé qu'actuellement envisagé et durable : baisse du taux de croissance de long terme du PIB
    - **Une politique monétaire engageant une phase de baisse des taux courts**

# TAUX LONGS

**Deux phénomènes majeurs pour les marchés financiers européens à partir de 1998:**

- ***L'annonce puis l'institution de l'union monétaire***
- ***L'approfondissement de la globalisation financière***

## Allemagne (1982-1998)

**Des déterminants identiques à ceux que l'on avait trouvés et justifiés théoriquement pour les États-unis (*déficit budgétaire, déficit courant, inflation*) auxquels s'ajoute une influence limitée des taux longs américains.**

# LE MODELE

$$-0.34 * \text{SOLDE BUDGETAIRE} - 0.02 * \text{SOLDE COURANT} + 0.34 * \text{TAUX LONGS US} + 0.26 * (\text{GA PIB NOMINAL}) + 0.19 * \text{INFLATION} + 1.65$$

coeff regression 1981:1 / 1998:4

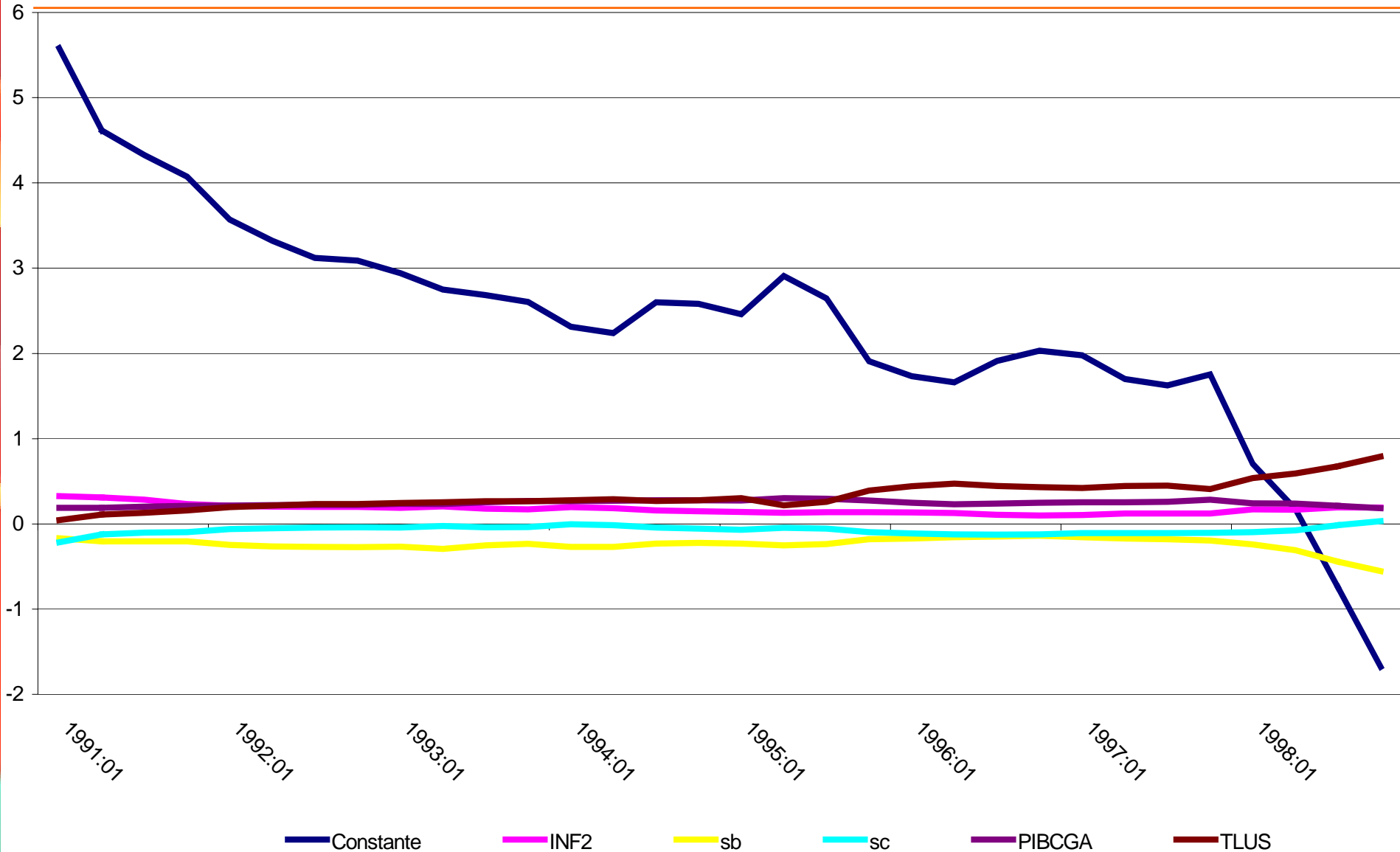
Tx long Allemagne	Modèle
<b>constante</b>	1,65
<b>Solde budgétaire</b>	-0,34
<b>Solde courant</b>	-0,02
<b>Inflation (les prix à la consommation)</b>	0,19
<b>Le PIB courant en GA</b>	0,26
<b>Les taux longs us</b>	0,34
<b>signe</b>	oui
<b>cointegration</b>	oui
<b>Stabilité</b>	oui

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# STABILITE DES COEFFICIENTS

- **Coefficients des variables explicatives stables dans le temps jusqu'à 1998, sauf le terme constant dont la baisse régulière découle du reflux des anticipations inflationnistes après la remontée de l'inflation mondiale en 1988-1990 et le choc de l'unification en 1990.**
- **En 1998 la perturbation des coefficients signale un changement de régime**

# STABILITE DES COEFFICIENTS



Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

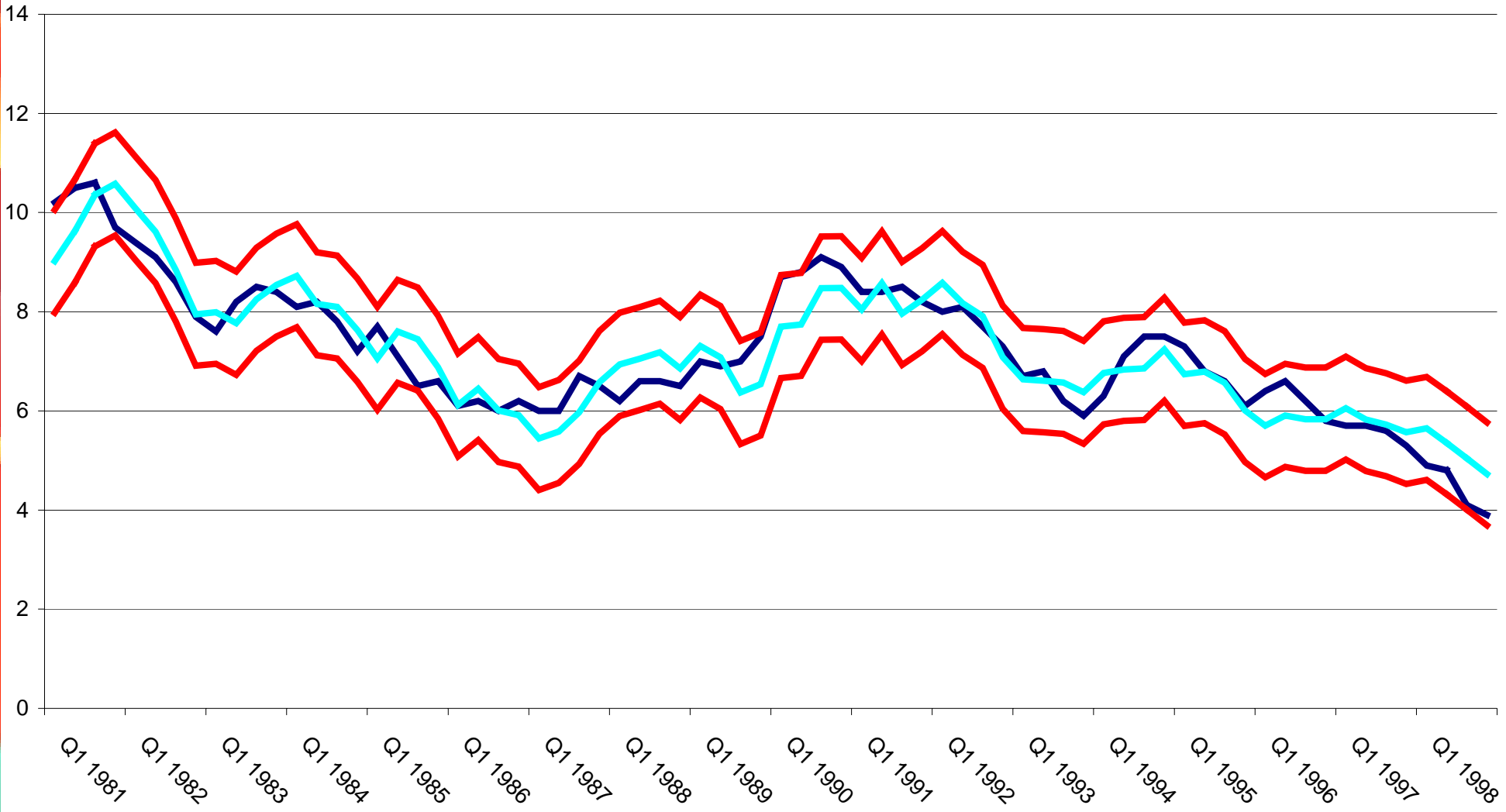


# CORRIDOR D'EQUILIBRE

**Le taux de marché s'enroule autour du taux d'équilibre et n'en dévie systématiquement qu'en deux périodes :**

- **A la suite du choc de l'unification où il atteint le haut du corridor pour une année**
- **Après la crise asiatique qui coïncide avec l'annonce de l'UEM où il dévie durablement vers le bas du corridor**

# CORRIDOR D'EQUILIBRE



Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute réimpression ou toute publication de ce document ou toute utilisation non autorisée, est interdite, sauf autorisation écrite préalable de Groupama Asset Management. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.



---

# ZONE EURO

## **Comparaison de la détermination des taux longs sur la zone euro reconstituée (1982-2006) et sur la zone euro instituée (1999-2006)**

# LE MODELE

$$\text{TAUX LONGS} = E + A * \text{SOLDE BUDGETAIRE} + B * \text{TAUX LONGS US} + C * \text{TAUX COURTS} + D * \text{INFLATION}$$

Dans l'UEM instituée: baisse drastique de l'influence du déficit budgétaire et du taux court

Forte augmentation de l'influence de l'inflation et du taux long américain

coeff regression 1982:2 / 2006:4

coeff regression 1999:1 / 2006:4

Tx long Zone euro	Modèle
constante	-2,07
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-0,45</b>
Inflation (le déflateur du pib)	0,18
<b>Taux long us</b>	<b>0,83</b>
Taux court	0,32
signe	OUI
cointegration	OUI
Stabilité	OUI

Tx long Zone euro	Modèle
constante	-2,02
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-0,07</b>
Inflation (le déflateur du pib)	0,31
<b>Taux long us</b>	<b>0,97</b>
Taux court	0,18
signe	OUI
cointegration	OUI
Stabilité	OUI

Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

## Explication du changement de régime

- **Diminution de l'influence du déficit budgétaire:**

- Des marchés de capitaux étroits avant l'UEM → sensibilité du taux d'intérêt à excès d'offre de titres
- La contrainte du SME: détérioration des finances publiques → anticipations de dépréciation de la devise → Hausse des taux
- Dans l'UEM un grand marché des capitaux finance des dettes publiques considérées comme quasi-équivalentes

- **Augmentation de l'influence de l'inflation:**

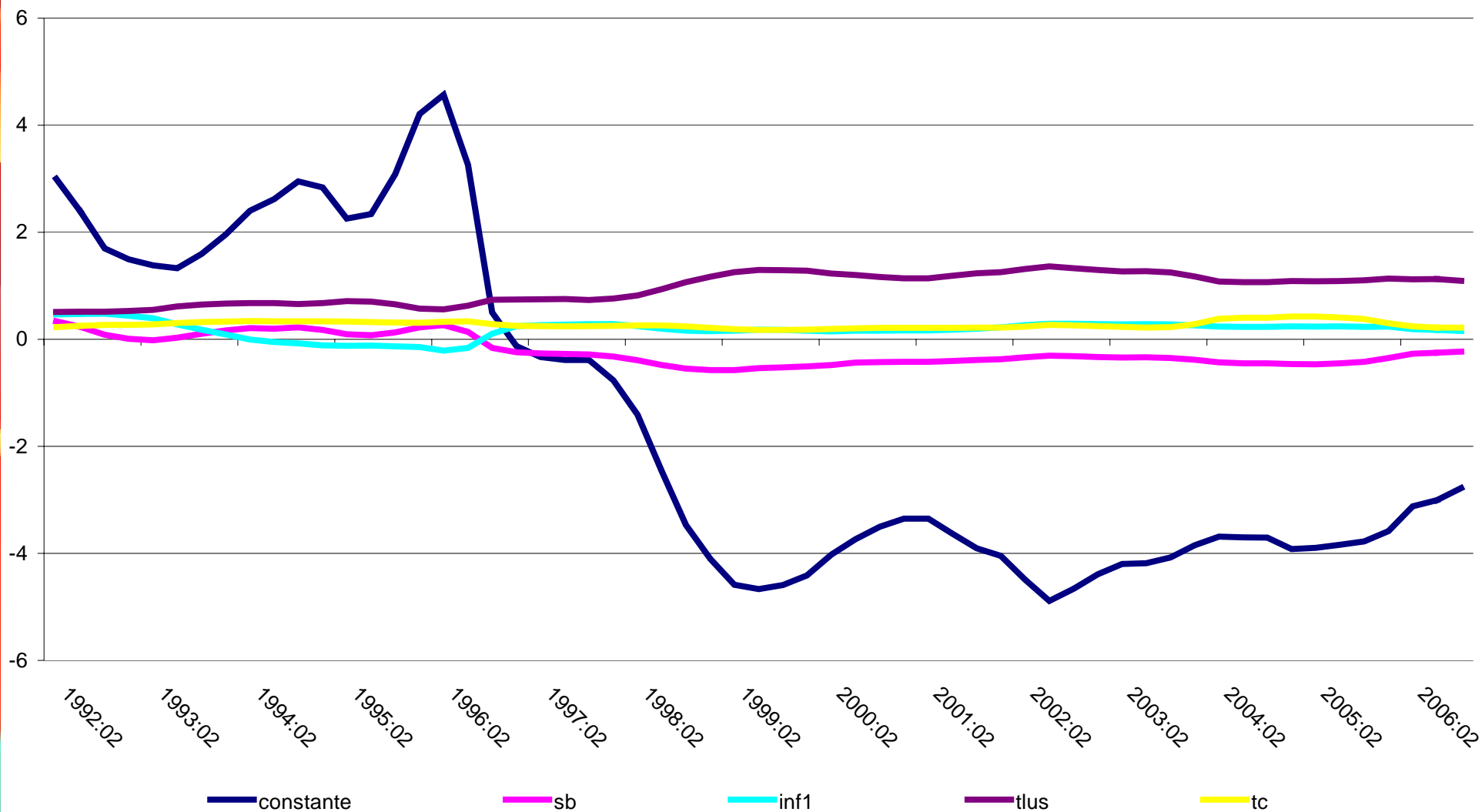
- Dans le SME: on importe la basse inflation allemande par la contrainte de change. Mais les réalignements allègent la contrainte et maintiennent des écarts d'inflation importants
- Dans la zone euro l'ancrage des anticipations d'inflation à LT est constitutionnellement l'impératif catégorique

# STABILITE DES COEFFICIENTS

On remarque surtout :

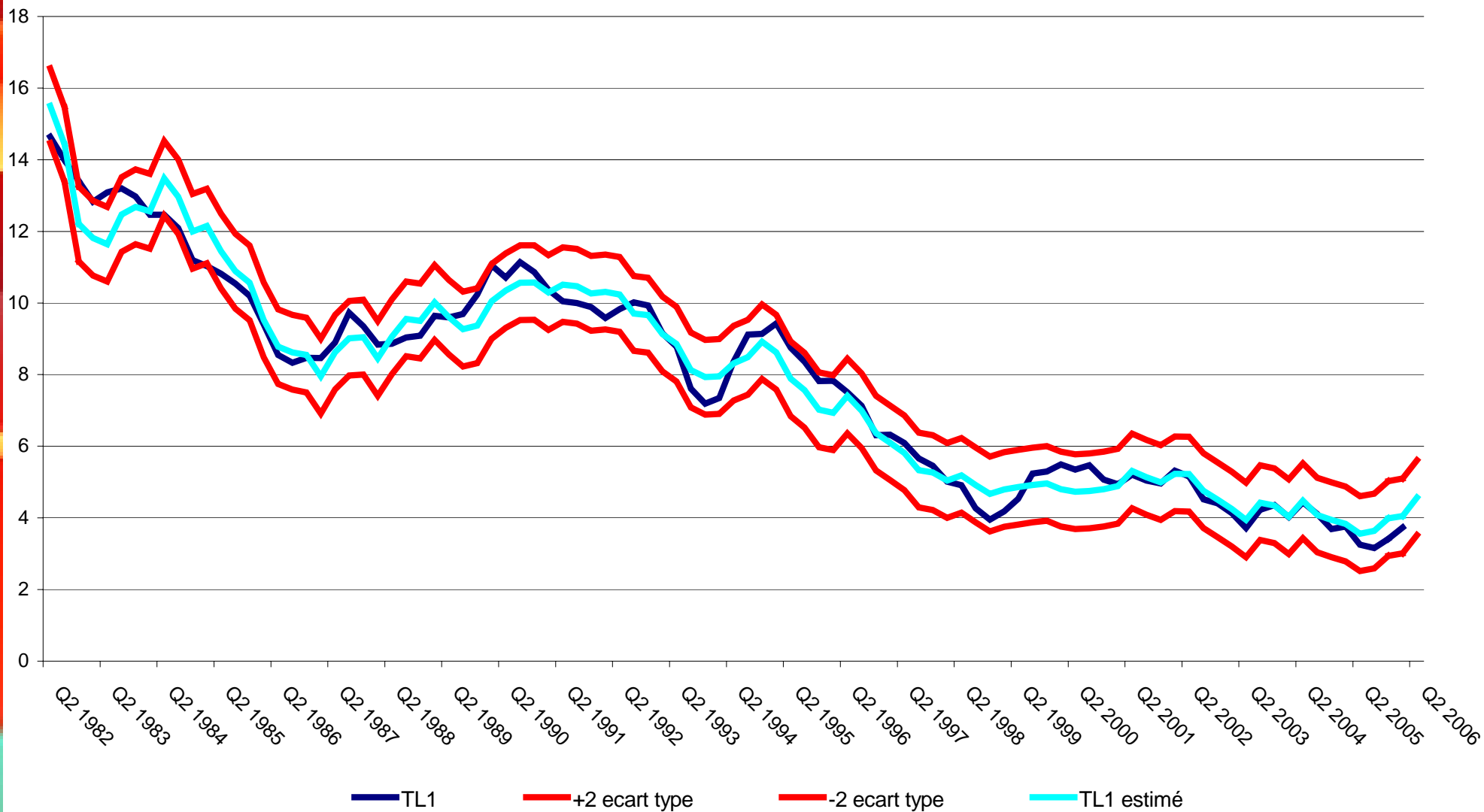
- **La baisse rapide du terme constant entre 1997 et 1999 qui découle de la diminution radicale des anticipations inflationnistes dans les pays auparavant les plus inflationnistes (Italie, Espagne) lors de leur entrée dans la zone euro**
- **La montée de l'influence du taux long américain qui mesure l'intégration financière: *1% de variation du taux d'équilibre sur les marchés financiers américains se répercute intégralement sur les marchés européens***

# Stabilité des coefficients



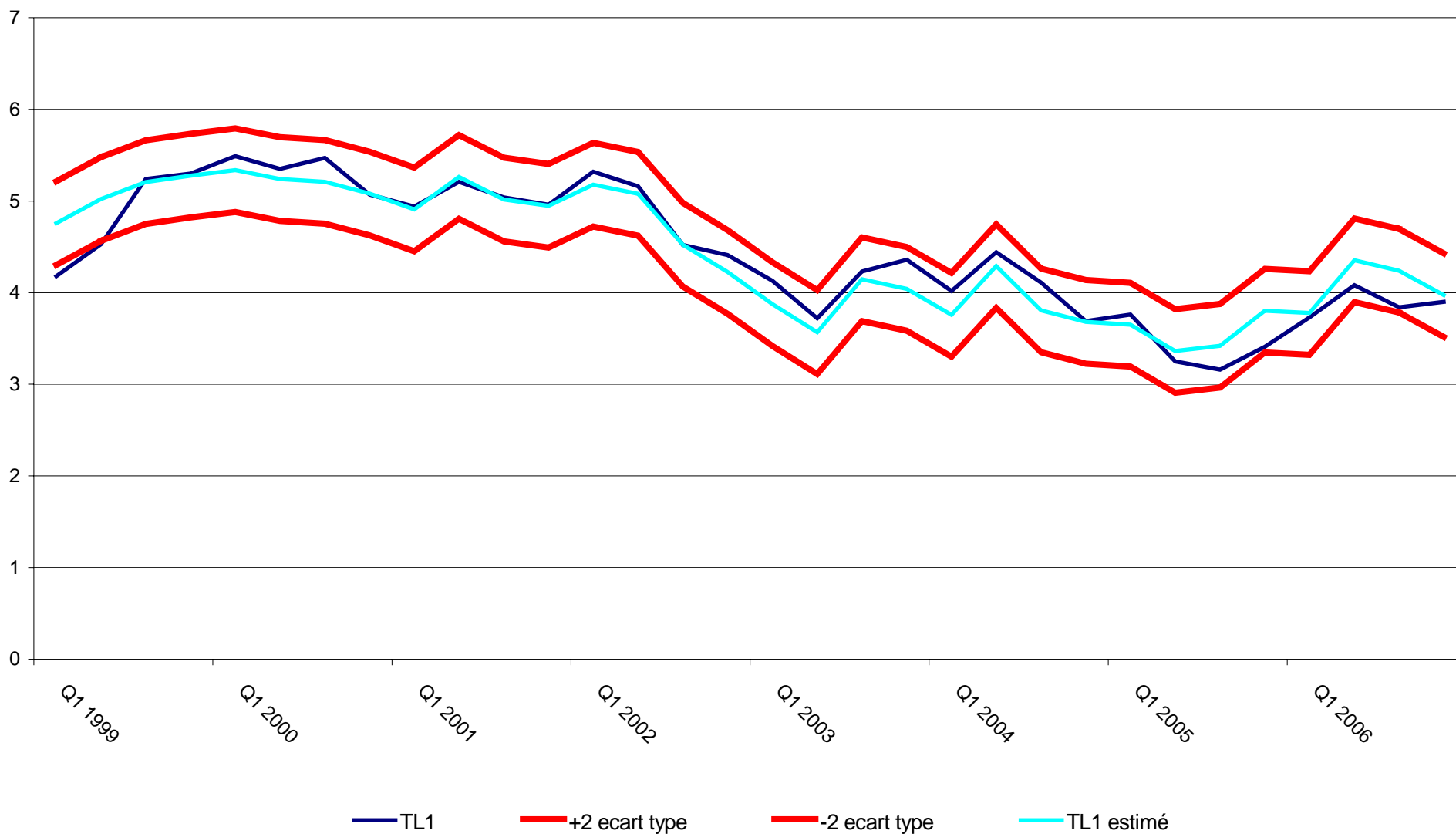
Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

## Relation de LT et corridor d'équilibre : 1982-2006



Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# Relation de LT et corridor d'équilibre : 1999-2006

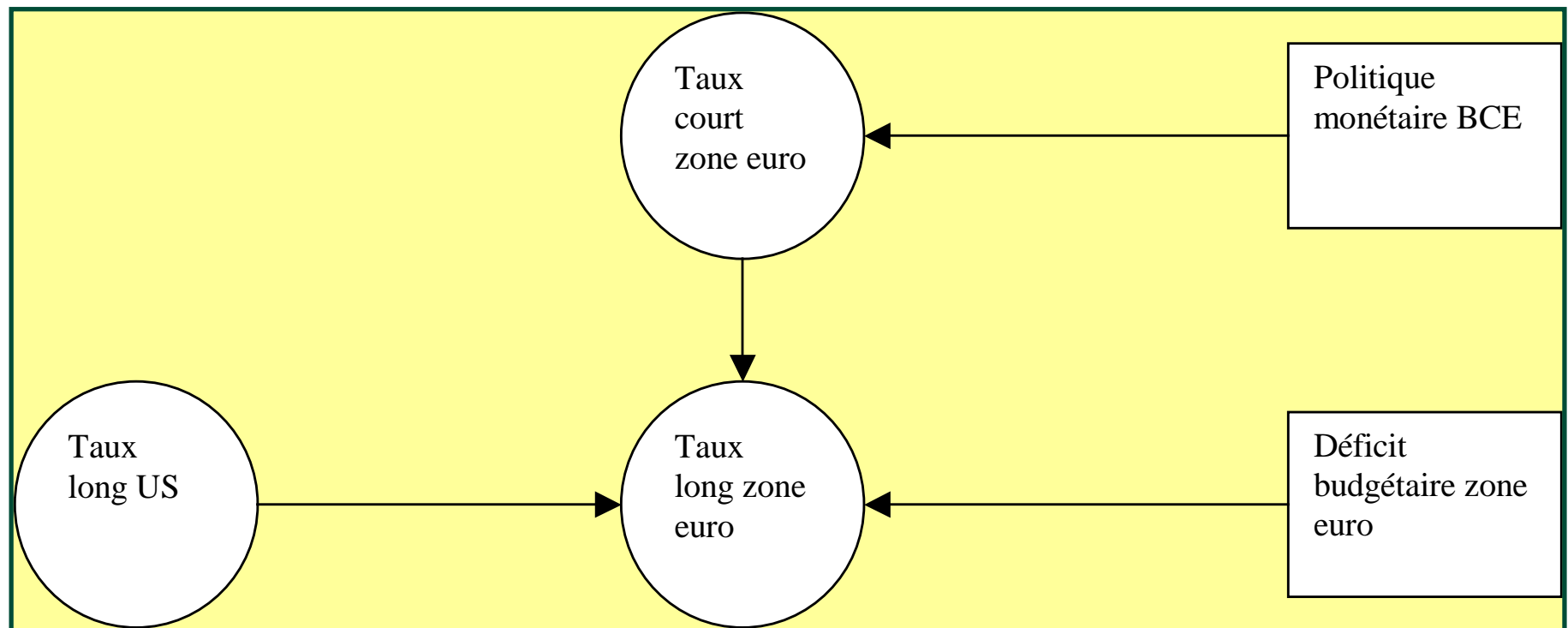


Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

## Pourquoi la dépendance au taux long américain ?

- **La globalisation financière: les marchés financiers du dollar sont les plus liquides du monde**

- La capacité d'endettement des emprunteurs y est plus grande
- Le marché obligataire US est le benchmark des arbitrages des investisseurs institutionnels du monde entier



Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

## Pourquoi la dépendance au taux long américain ?

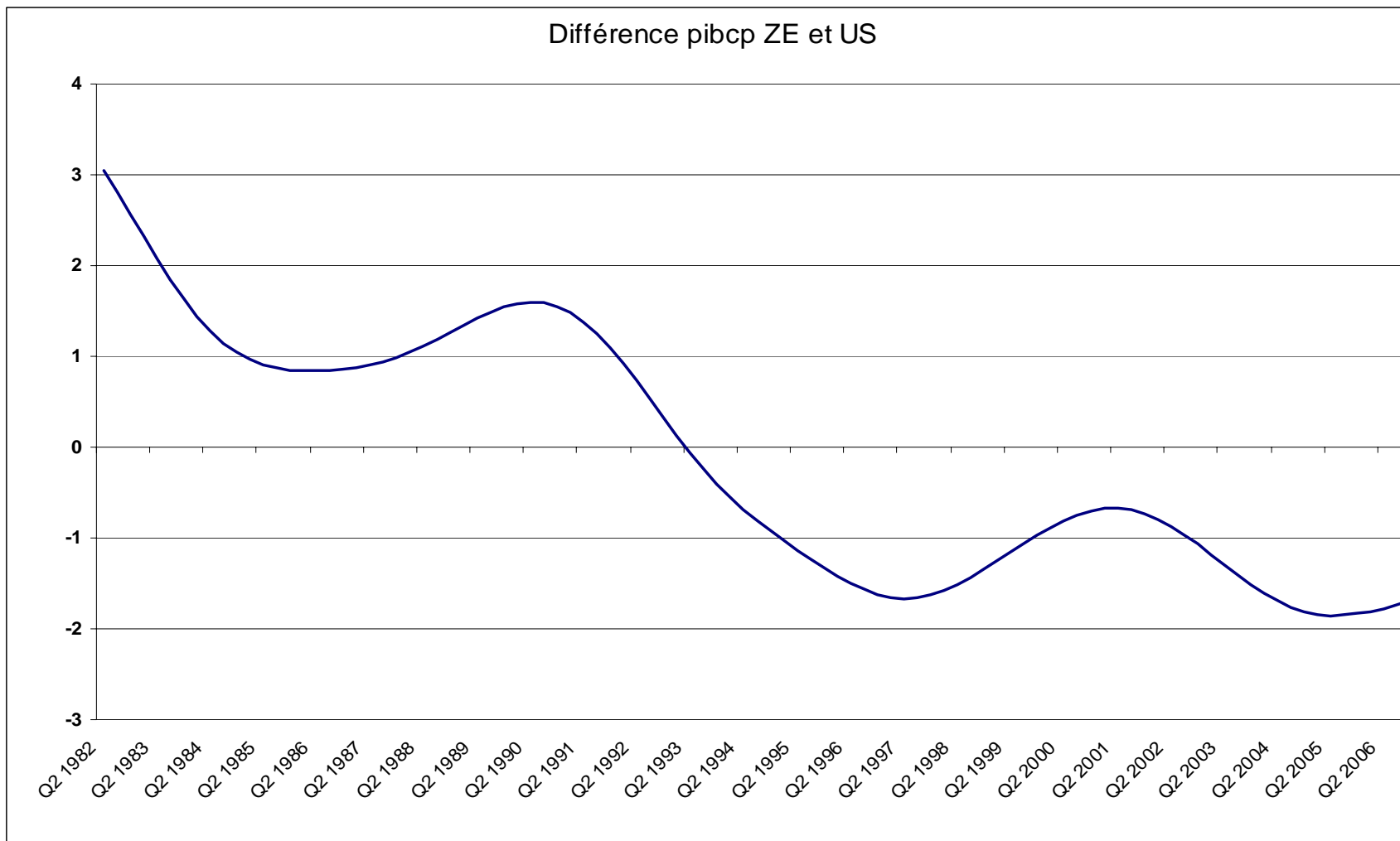
### ● Pas d'influence persistante du taux de change

L'arbitrage s'écrit:  $\Delta \text{taux nominaux } LT = \Delta \text{taux réel} + \Delta \text{taux d'inflation} + \text{Effets imperfection des marchés} = \text{Anticipations } \Delta \text{taux de change} + \text{primes risque}$

- Les taux de rendement du capital dépendent des différences d'anticipation de croissance à LT dans des zones intégrées
- Les taux d'inflation sont déterminés par des facteurs globaux: excès d'offre mondial de travail, liquidité mondiale → *Pas de différences dans les anticipations d'inflation à LT*
- Les autres déterminants sont traités par les marchés comme des facteurs de risque qui influencent les différences de niveau de taux, mais pas les variations → *Les marchés obligataires n'anticipent pas de changements de rythme dans l'évolution LT du taux de change.*

**Il s'ensuit que la sensibilité du taux long européen au taux long américain est unitaire.**

# DIFFERENCE ENTRE LA CROISSANCE DE LONG TERME DU PIB NOMINAL EURO ET CELLE US

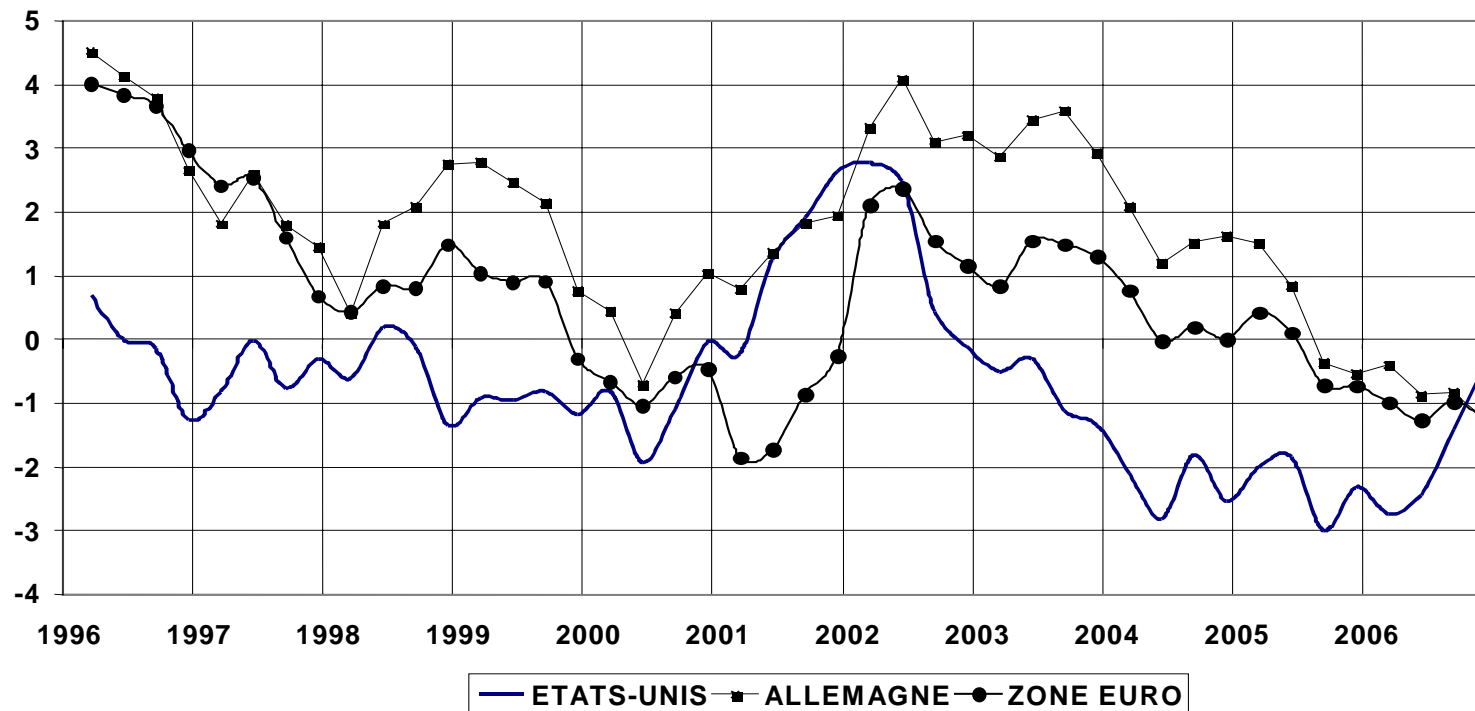


Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

## Ecart (taux longs - taux de croissance) aux Etats-Unis et en Europe

- La croissance a été meilleure aux États-Unis de sorte que la différence entre le taux d'intérêt long et le taux de croissance y a été plus basse, à la fois dans les années 1990 et dans la reprise de 2003 à 2006.

Ecart taux d'intérêt réel - taux de croissance réelle en %



# ***Intégration financière***

## **Etude de l'écart entre les taux longs de la zone euro et des US**

**Ecart des taux longs zone euro et des taux  
longs US : comparaison de la détermination  
des taux longs sur la zone euro reconstituée  
(1982-2006) et sur la zone euro instituée  
(1999-2006)**

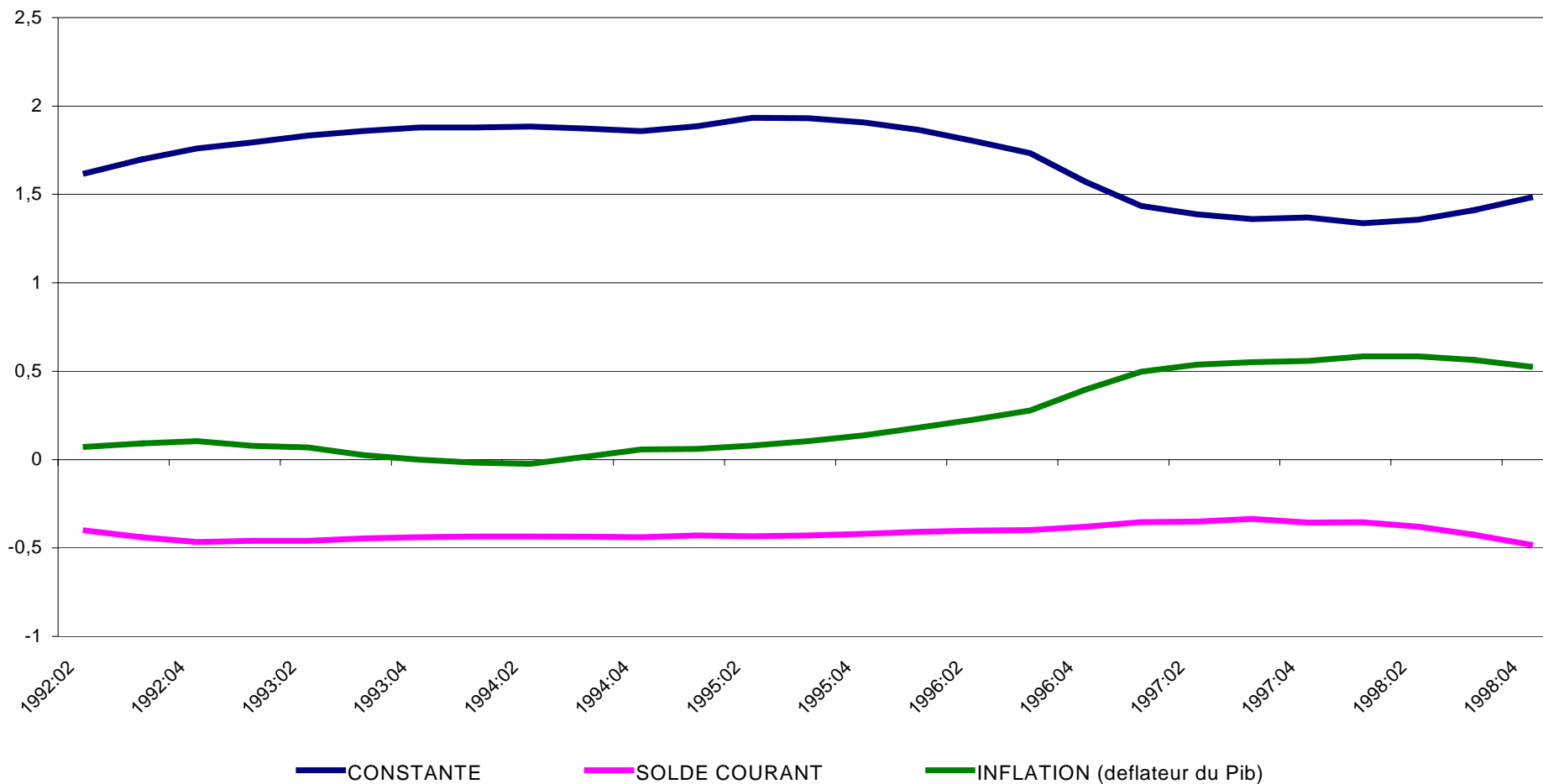
<b>Taux long zone euro – Taux long us</b>	<b>MODELE DE 1982-1998</b>
<b>Constante</b>	1,49
<b>Solde courant ZE - Solde courant US</b>	-0.46
<b>Inflation (déflateur du PIB)</b>	0.21
<b>Signe</b>	Bon signe
<b>Cointégration</b>	OUI
<b>Stabilité</b>	OUI

<b>Taux long zone euro – Taux long us</b>	<b>MODELE DE 1982-2006</b>
<b>Constante</b>	1,29
<b>Solde courant ZE Solde courant US</b>	-0.39
<b>Inflation (Inflation sous-jacente)</b>	0.23
<b>Signe</b>	Bon signe
<b>Cointégration</b>	OUI
<b>Stabilité</b>	OUI

- La différence des soldes courant est une variable majeure de l'écart des taux longs entre la zone euro et les US
- L'inflation pertinente pour mesurer l'écart d'inflation était le déflateur du PIB jusqu'à 1998, puis l'inflation sous-jacente

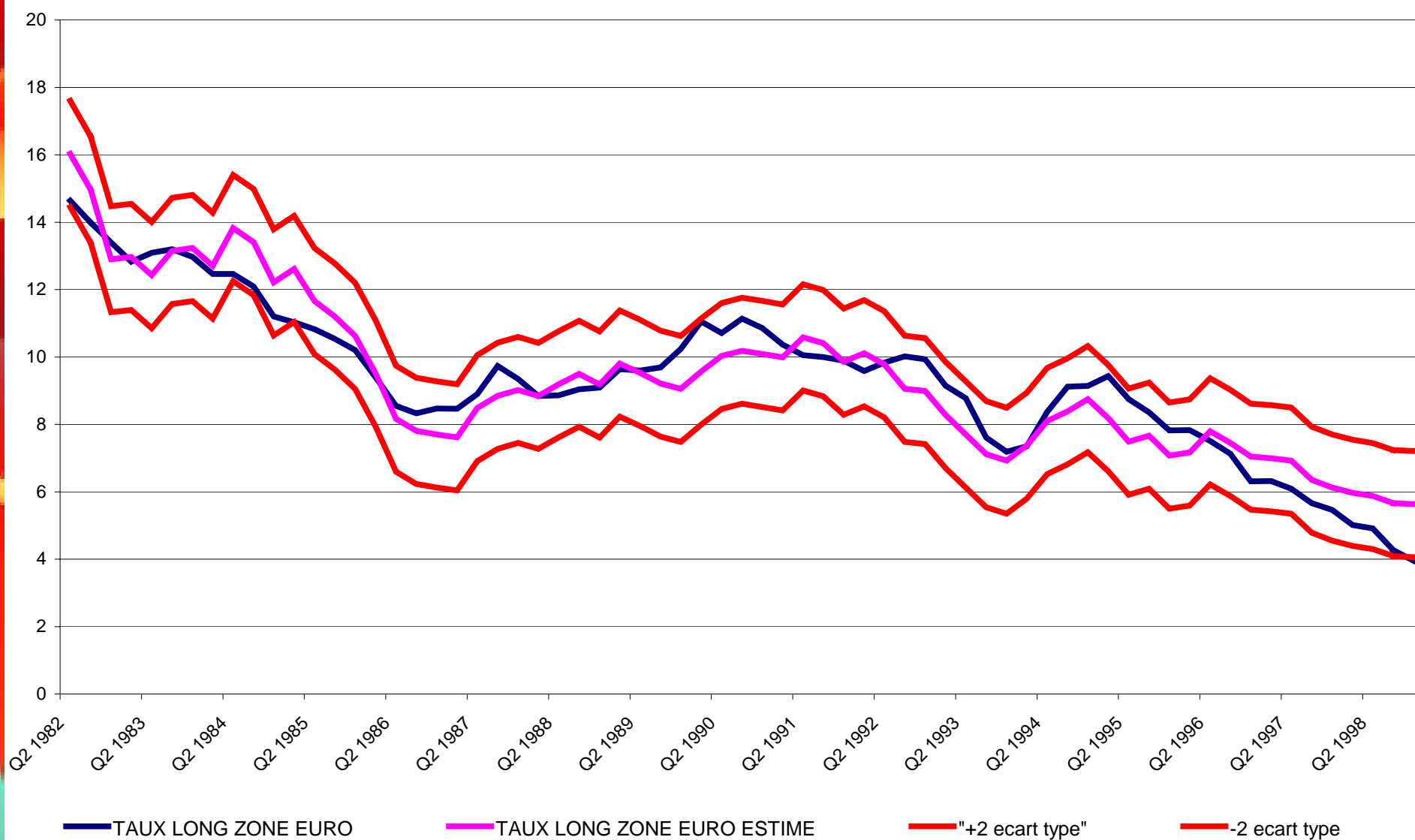
Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# STABILITE DES COEFFICIENTS DU MODELE SUR 1982-1998



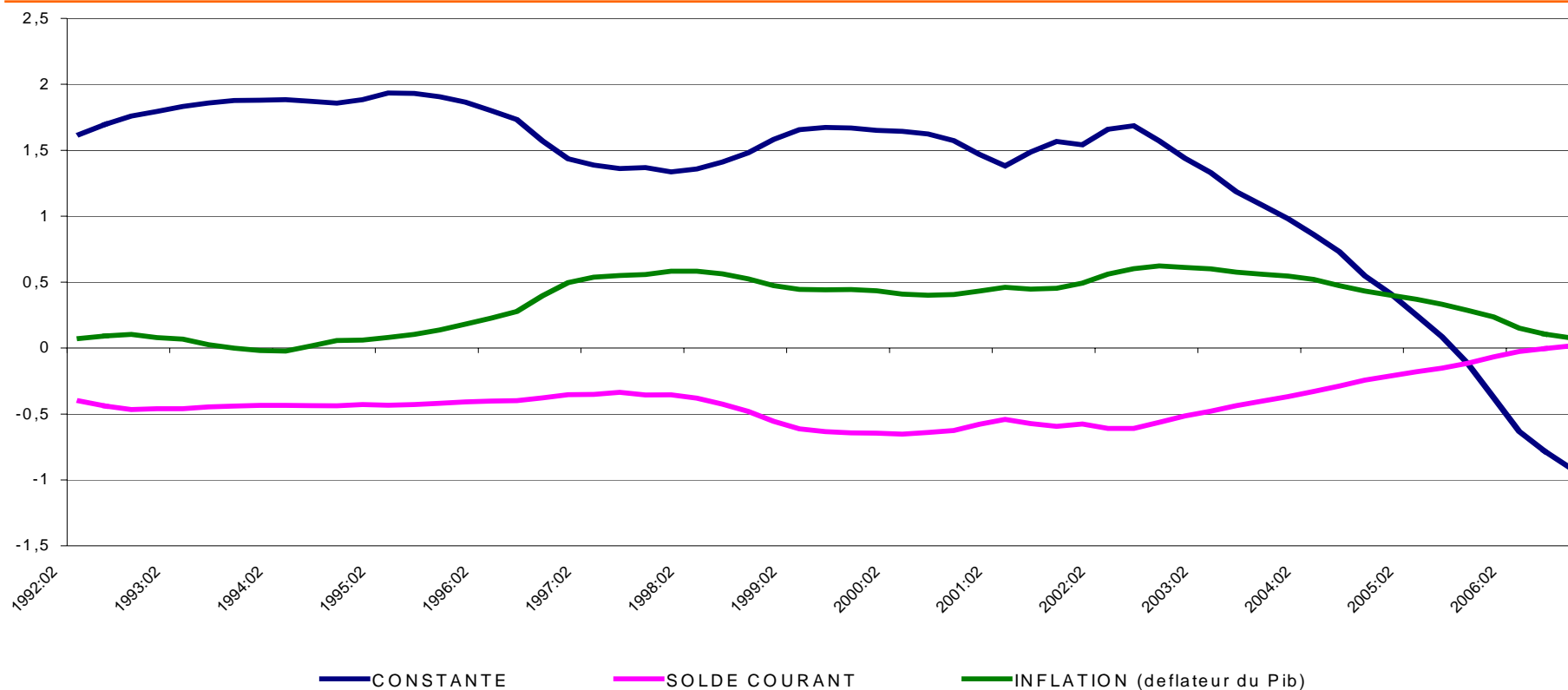
Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

## Relation de LT et corridor d'équilibre : 1982-1998



Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

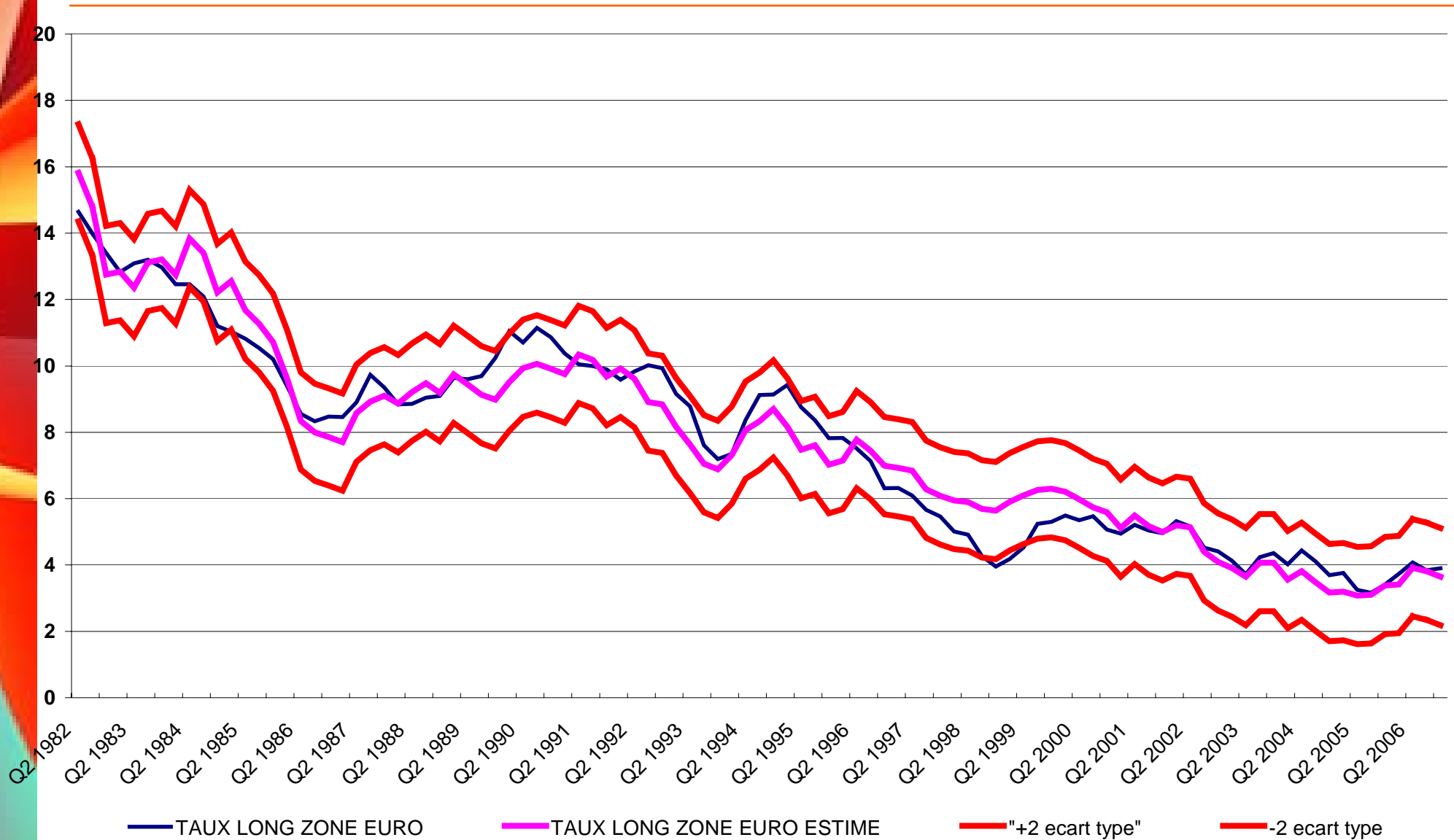
## STABILITE DES COEFFICIENTS DU MODELE 1982-2006



- A partir de 2003 les coefficients ne sont plus stables
- Le coefficient du solde courant a sans cesse remonté et est quasiment nul sur les 10 dernières années, alors qu'il était très stable autour de  $-0,5$  auparavant
- La constante qui était très stable autour de  $1,5$  a fortement baissé pour atteindre  $-1$  en fin de période
- Les taux longs sont devenus plus faibles en zone euro qu'aux Etats-Unis toutes choses égales par ailleurs

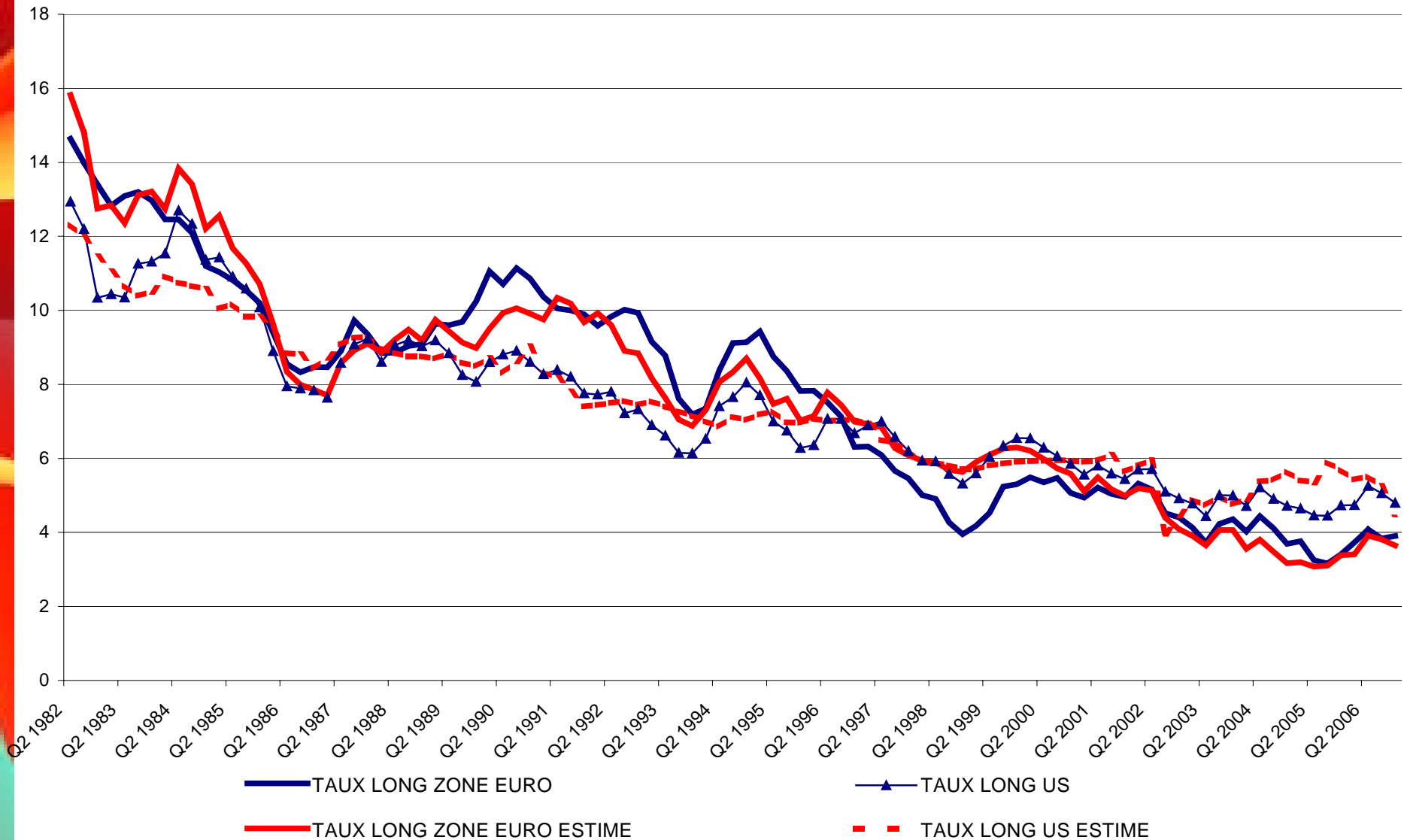
Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# Relation de LT et corridor d'équilibre : 1982-2006



Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

# TAUX LONG US ET ZONE EURO : les taux longs fondamentaux ont été inférieurs aux Etats-Unis dans les années 1990 et supérieurs depuis 2000



Ce document est confidentiel et établi à l'intention exclusive de son destinataire. Toute diffusion de ce document ou toute publication totale ou partielle, est interdite, sauf autorisation expresse. Les informations présentées sur ce document vous sont transmises à titre purement indicatif, ne présentent pas de caractère contractuel et en conséquence, n'engagent pas leur auteur. Bien qu'issues de sources considérées comme fiables, elles ne peuvent être exemptes d'erreurs accidentelles.

## ECART DES TAUX LONGS EURO AVEC LES TAUX LONGS US

---

- Sur l'ensemble de la période : l'impact du solde courant a réduit sensiblement les taux longs zone euro par rapport aux taux longs US depuis 2000.
- La différence entre les taux longs d'équilibre dans les deux zones peut être considérée comme une estimation de l'évolution du taux de change d'équilibre du dollar contre l'euro (*Behavioral equilibrium exchange rate*).
- Le résultat essentiel de l'analyse comparative des taux d'intérêt **est l'existence d'une tendance à la dépréciation durable du dollar**

## Perspectives prochaines des taux longs

- Le ralentissement prononcé de l'économie américaine joint à la fuite vers la qualité des investisseurs va entraîner ***un reflux des taux longs sur les titres publics*** et une remontée des spreads sur tous les crédits privés. Il va aussi diminuer le besoin de financement externe.
- **Conséquences à attendre sur les taux longs européens :**
  - Si le semi étalon dollar se perpétue, *les taux longs européens vont répercuter la baisse des taux longs américains.*
  - Si la crise financière se transforme en crise du dollar par retrait d'investisseurs étrangers subissant des pertes sur les crédits structurés, on pourrait assister à un ciseau des variations de taux longs: *baisse des taux européens et remontée des taux américains.*