

ZONE EURO: COMMENT QUANTIFIER UN ÉLARGISSEMENT INJUSTIFIÉ DES SPREADS (2^E PARTIE)

Un élargissement injustifié et prolongé des spreads souverains dans la zone euro entraînerait un durcissement excessif des conditions financières et pèserait sur l'activité et la demande. Un tel creusement irait à l'encontre des objectifs de la BCE dans le cadre de la normalisation de sa politique monétaire. Différentes variables fondamentales, directement ou indirectement liées aux questions de viabilité de la dette, influencent les écarts de taux. Or, elles ont tendance à évoluer lentement. Les spreads souverains dépendent également du niveau de l'aversion pour le risque, une variable très fluctuante influencée par des facteurs mondiaux. Tout cela complique l'évaluation du caractère justifié ou non de l'élargissement du spread observé.

L'augmentation significative des *spreads* souverains, observée récemment dans la zone euro, a suscité un regain d'intérêt pour les facteurs à l'origine des écarts de taux entre les emprunts d'État d'un pays donné et ceux de l'Allemagne de même échéance. Un intérêt qui fait écho aux commentaires des membres du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne sur la nécessité de remédier à un élargissement injustifié des *spreads*.

Quantifier un élargissement « injustifié » des *spreads* souverains est un exercice difficile car ces derniers dépendent de plusieurs variables. De plus, la relation – le bêta en termes statistiques – varie avec le temps. Lorsque les rendements du Bund augmentent, il arrive souvent que le *spread* entre obligations d'État italiennes et allemandes – l'écart de taux BTP-Bund – se creuse mais on observe aussi, parfois, une évolution inverse. Depuis peu, la relation est redevenue positive et elle l'est de plus en plus¹. La perspective d'un relèvement des taux directeurs a joué à cet égard un rôle important. Comme le montre le graphique 1, la hausse du taux *forward* dans un an de l'emprunt d'État allemand assorti d'une échéance d'un an – un indicateur des anticipations de politique monétaire – correspond dans une très large mesure à l'augmentation des rendements du Bund 10 ans. De plus, les deux séries sont étroitement corrélées avec la hausse du *spread* BTP-Bund.

Du point de vue de la théorie financière, on s'attendrait de fait à un bêta positif entre les taux allemands et les *spreads* souverains. Lorsque le taux sans risque augmente, on est en mesure de limiter l'investissement dans des actifs à risque pour atteindre le rendement visé. La relation est également positive selon la théorie macroéconomique mais pour une tout autre raison : la hausse des taux d'intérêt influence les paramètres de viabilité de la dette. En effet, dans l'hypothèse où le ratio de la dette serait initialement stable, une hausse permanente du coût d'emprunt moyen nécessiterait, toutes choses égales par ailleurs, une réduction du déficit primaire des administrations publiques ou une augmentation de l'excédent primaire pour que le ratio de la dette reste stable².

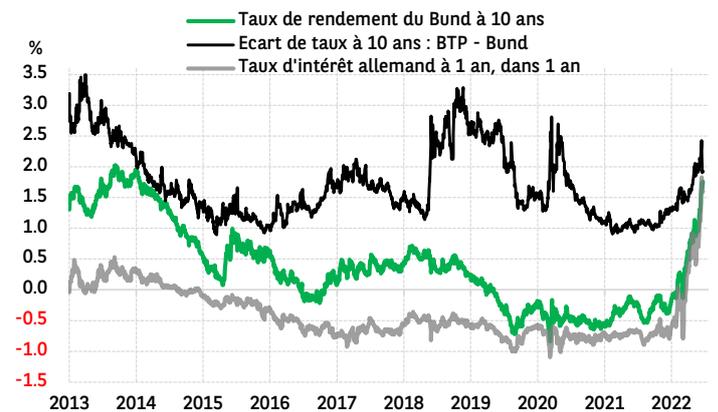
1 Voir Zone euro : comment quantifier un élargissement injustifié des spreads, Ecoweek, BNP Paribas, 20 juin 2022.

2 Le solde primaire (c.-à-d. le solde budgétaire des administrations publiques déduction

En particulier, dans le cas d'une augmentation significative et durable des taux d'intérêt, on peut craindre que les mesures prises pour stabiliser le ratio de la dette prennent du temps ou soient insuffisantes. De telles craintes se traduiraient par une remontée des *spreads*.

La recherche menée par la BCE³ sur la période 1999-2010 montre que, dans la zone euro⁴, le solde des administrations publiques et le ratio de la dette jouent un rôle statistiquement significatif pour expliquer le comportement des *spreads* souverains. Ce dernier est

TAUX ALLEMANDS ET ÉCART DE TAUX SOUVERAINS ITALIE/ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BLOOMBERG, BNP PARIBAS

faite de la charge des intérêts) permettant de stabiliser le ratio dette/PIB est égal à $(r-g)$. (dette/PIB) où r = coût moyen de la dette et g = croissance nominale du PIB. En cas de $r > g$, il faut un excédent primaire pour que le ratio de la dette reste stable. L'inverse est vrai en cas de $r < g$.

3 Source : António Afonso, Michael G. Argyrou and Alexandros Kotonikas, *The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU*, document de travail de la BCE n°1781, avril 2015.

4 Les pays analysés sont les suivants : Autriche, Belgique, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal et Espagne.

En zone euro, les écarts de taux entre pays dépendent de variables fondamentales qui évoluent lentement et qui sont liées aux questions de viabilité de la dette mais également du niveau de l'aversion pour le risque, une variable très fluctuante. Tout cela complique l'évaluation du caractère justifié ou non de l'élargissement du spread observé.

positivement corrélé au risque financier, représenté par l'indice VIX. Un ralentissement de la croissance, une appréciation du taux de change réel ou une baisse de la liquidité du marché obligataire sont associés à un élargissement des *spreads*. Les notations de crédit jouent également un rôle mais leur influence est limitée. Il convient de noter que, pendant la crise de la dette souveraine, la sensibilité des cours des obligations aux fondamentaux a augmenté.

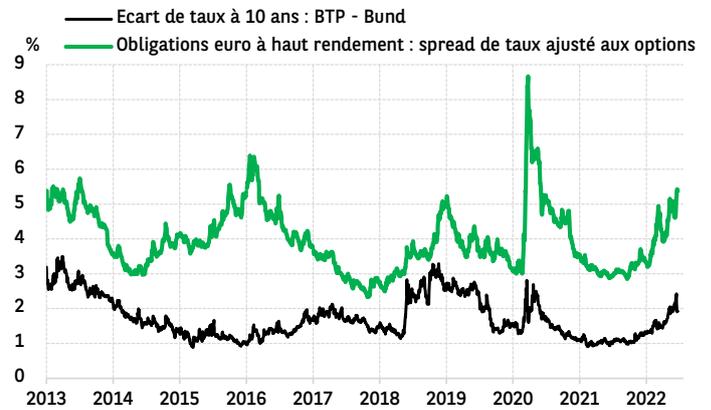
Des travaux de recherche plus récents aboutissent à des conclusions similaires et identifient également le rôle des mesures d'assouplissement quantitatif et leur influence sur les *spreads*⁵. Jordi Paniagua et al⁶ soulignent que le sentiment du marché et, par conséquent, les *spreads* dépendent également des différences, en termes de croissance, de la production entre pays du noyau dur et pays périphériques, ce qui milite en faveur d'une coordination des politiques macroéconomiques afin d'arriver à une convergence des performances économiques. Des études menées par le FMI⁷ mettent en évidence le rôle de l'aversion mondiale pour le risque dans le comportement des *spreads*. Entre juillet 2007 et septembre 2008 – ou « l'avant-crise financière » selon les auteurs – l'Allemagne et d'autres pays du noyau dur ont bénéficié des mouvements de fuite tandis que les pays périphériques ont pâti de l'aversion pour le risque.

Pour illustrer le rôle de l'aversion pour le risque, les graphiques 2 et 3 comparent l'évolution du *spread* BTP-Bund et, respectivement, l'écart de taux entre obligations à haut rendement dans la zone euro et l'indice boursier Euro Stoxx 50. Depuis une date récente, la corrélation entre le *spread* souverain et l'écart de taux entre obligations à haut rendement est forte et il en va de même pour la corrélation entre le *spread* souverain et les évolutions du marché boursier. Cela laisse penser que l'aversion pour le risque a augmenté dans les derniers mois, probablement du fait de la perspective de relèvements des taux par la BCE et d'une croissance plus incertaine, liée à la hausse de l'inflation et à la guerre en Ukraine.

Pour conclure, les *spreads* sont influencés par plusieurs variables fondamentales qui sont directement – solde des administrations publiques, dette publique – ou indirectement – croissance économique – liées à la viabilité de la dette. Ces variables ont tendance à évoluer lentement. Les *spreads* souverains dépendent également du niveau de l'aversion pour le risque, une variable très fluctuante influencée par des facteurs mondiaux. Tout cela complique l'évaluation du caractère justifié ou non de l'élargissement du *spread* observé : il peut ne pas être justifié au vu de l'évolution (attendue) des fondamentaux et l'être dans un contexte de hausse de l'aversion pour le risque.

William De Vijlder

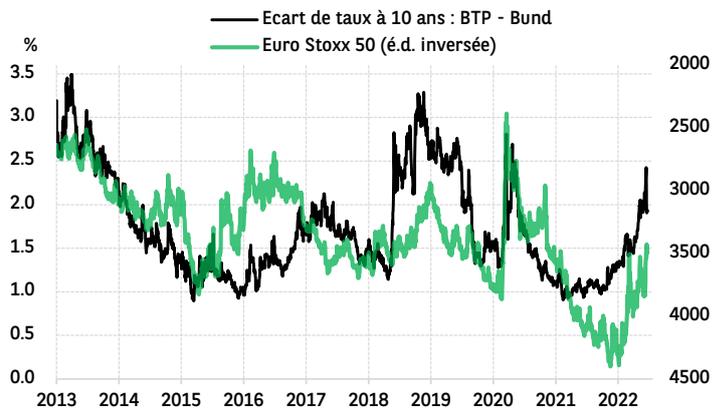
ÉCART DE TAUX OBLIGATAIRES À HAUT RENDEMENT DANS LA ZONE EURO ET ÉCART DE TAUX SOUVERAINS ITALIE/ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, FRED ST. LOUIS, BNP PARIBAS

EURO STOXX 50 ET ÉCART DE TAUX SOUVERAINS ITALIE/ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

⁵ Source : António Afonso and João Jalles, *Quantitative Easing and Sovereign Yield Spreads: Euro-Area Time-Varying Evidence*, document de travail REM (Research in Economics and Mathematics) 020-2017, décembre 2017.

⁶ Jordi Paniagua, Juan Sapena, Cecilio Tamaritba, *Sovereign debt spreads in EMU: The time-varying role of fundamentals and market distrust*, *Journal of Financial Stability* 33 (2017) 187-206

⁷ Source : Carlos Caceres, Vincenzo Guzzo and Miguel Segoviano, *Sovereign Spreads: Global Risk Aversion, Contagion or Fundamentals?*, document de travail du FMI, 10/120, mai 2010.

