

ZONE EURO

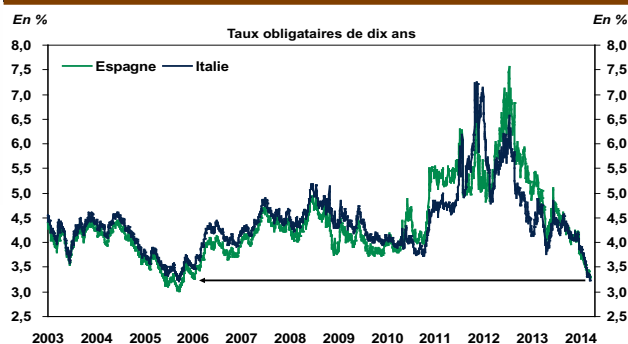
Les taux obligataires bas sont-ils justifiés en Europe?

En 2012, la zone euro était aux prises avec une crise de confiance aiguë sur les marchés financiers. Les incertitudes concernant la survie de l'union monétaire, les difficultés de financement de certains pays ayant des problèmes budgétaires, de même que les craintes de contagion poussaient alors les investisseurs à fuir les marchés obligataires de ces pays, faisant monter les taux. Dix-huit mois après que Mario Draghi ait émis la garantie que la Banque centrale européenne mettrait tout en œuvre pour sauver l'euro, la situation des marchés obligataires européens contraste de façon particulièrement frappante avec celle de 2012. Les taux obligataires de plusieurs pays de la périphérie ont non seulement chuté de façon spectaculaire, mais ils ont touché des creux datant de 2006 (voir le graphique). Par exemple, le taux espagnol de dix ans, qui dépassait 7,5 % en juillet 2012, évolue paisiblement autour de 3,3 %, à peine un peu plus de 50 points de base au-dessus du taux américain, ce qui ne s'est pas vu depuis la crise. À peine deux ans après la restructuration de sa dette, la Grèce envisage même déjà d'émettre de nouvelles obligations.

Les risques se sont-ils à ce point dissipés en zone euro? Bien que l'économie eurolandaise émerge de récession, la croissance s'annonce très faible dans les années à venir. Les contraintes politiques font en sorte que les réformes structurelles continueront vraisemblablement de progresser à un rythme lent, et dans un environnement de chômage élevé et d'inflation anémique, on peut difficilement espérer une croissance robuste des revenus budgétaires. Pendant ce temps, l'aspect contre-productif de l'austérité draconienne a été démontré et l'on peut s'attendre à ce que les gouvernements jouent de prudence du côté des dépenses. On ne s'étonnera donc pas que des pays comme l'Espagne, l'Italie, et aussi la France éprouvent du mal à atteindre les objectifs budgétaires fixés par la Commission européenne, et qui ont même été assouplis.

Du côté des banques, les négociations entourant la mise en place d'un fonds de résolution unique continuent de piétiner

En Espagne et en Italie, les taux sont descendus sous les niveaux d'avant-crise



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

et le marché interbancaire européen demeure pratiquement paralysé depuis la crise financière de 2008-2009. Le système bancaire reste ainsi dans un état hautement dysfonctionnel et l'octroi de crédit, qui pourrait financer les dépenses et les investissements, se voit sévèrement rationné. La lenteur de l'effort de mutualisation des risques fait en sorte que le canal de transmission entre les risques des marchés obligataires et ceux du système bancaire est toujours conducteur à l'échelle des pays.

Implications : L'évolution récente des taux en zone euro semble embellir les progrès effectués aux plans économique, budgétaire et institutionnel. Dans une large mesure, cela reflète la quête effrénée de rendement à l'échelle mondiale, celle-là même qui a dicté plusieurs des grandes tendances financières des récentes années, positives comme néfastes. À notre avis, il y a une possibilité non triviale que les risques soient mal évalués et qu'un jaillissement de tensions provoque une nouvelle remontée des taux européens.

Jimmy Jean
Économiste principal

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice
Directeur principal et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Benoît P. Durocher
Économiste principal

Francis Généreux
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste senior