

# Élection présidentielle française de 2017

## Spread OAT/Bund : évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives

Achévé de rédiger le 8 mai 2017

France 2017

#10



Bastien DRUT

Stratégie et Recherche  
Économique

Les écarts de taux d'intérêt entre la France et l'Allemagne se sont fortement écartés sur les mois qui ont précédé les élections présidentielles françaises et ils ont même atteint des niveaux non observés depuis 2011. Mais après l'élection d'Emmanuel Macron (et même un peu avant, à vrai dire), ces écarts se sont nettement resserrés, preuve de la chute du risque spécifique sur la France.

**Même si récemment les facteurs politiques ont guidé les écarts de taux, ce sont d'autres qui influenceront les *spreads* souverains en zone euro au cours des trimestres à venir :** les débats sur les taux négatifs, la solidité de la croissance, les craintes d'une programmation de la fin du *Quantitative Easing* de la BCE (et donc de son programme d'actifs de titres publics, le PSPP) sont autant de facteurs déterminants.

Pour y voir plus clair, il convient de prendre un peu de recul et d'analyser les mouvements de *spreads* ces deux dernières décennies mais aussi de tirer les enseignements de la recherche académique sur le sujet, afin d'estimer des valeurs d'équilibre.

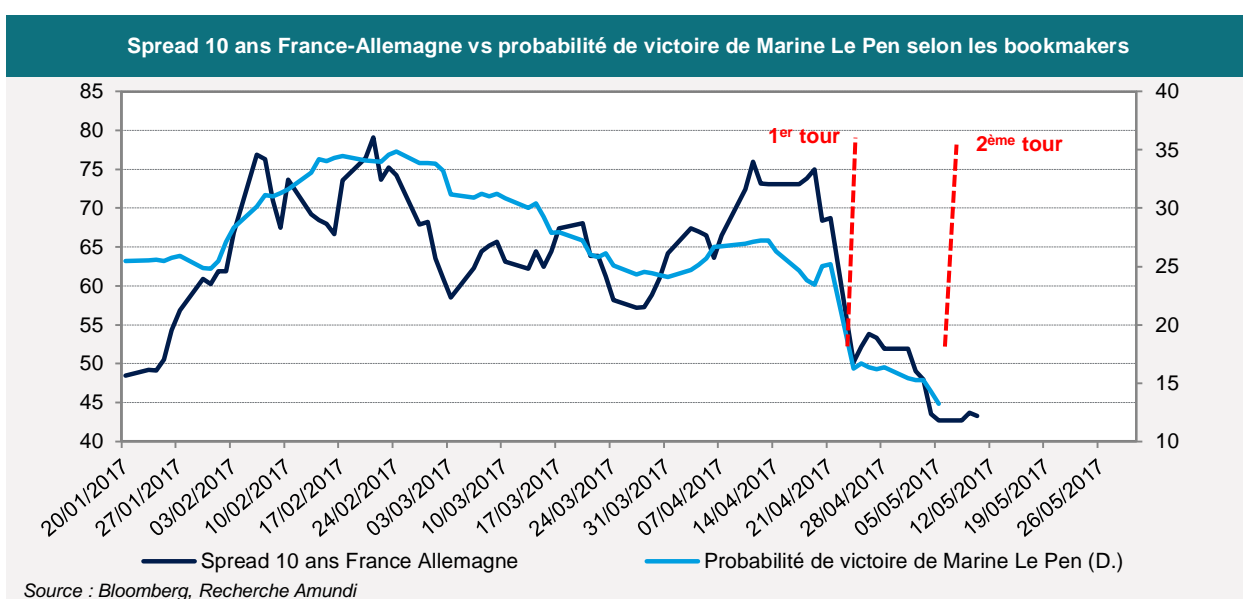
Cette note (la 10<sup>e</sup> de notre série) a notamment pour ambition de présenter les facteurs qui feront évoluer les *spreads* souverains dans les prochains trimestres.

**Bonne lecture à tous.**

**Philippe ITHURBIDE**

Directeur Recherche, Stratégie et Analyse

Les *spreads* souverains euro et en particulier le *spread* franco-allemand ont évolué au gré des échéances électorales ces six derniers mois (référendum constitutionnel italien, démission de Matteo Renzi, élections présidentielles françaises). Après s'être fortement écarté sur les mois qui ont précédé les élections présidentielles françaises et atteint des niveaux non observés depuis 2011, l'écart de taux 10 ans entre la France et l'Allemagne s'est nettement réduit après la victoire d'Emmanuel Macron. Sur les mois qui ont précédé l'élection, nous avons pu constater une corrélation certaine entre le *spread* franco-allemand et les performances dans les sondages de Marine Le Pen, dont l'une des idées phares du programme était la sortie de la zone euro. L'augmentation de la probabilité d'une redénomination de la dette publique en devise nationale faisait s'élargir le *spread*.



Toutefois, les échéances électorales ne sont pas les seuls facteurs qui influenceront les *spreads* souverains en zone euro sur les trimestres à venir puisque la perspective de la fin du *Quantitative Easing* de la BCE (et donc de son programme d'actifs de titres publics, le PSPP) jouera également un rôle déterminant. Pour y voir plus clair, il convient de prendre un peu de recul et d'analyser les mouvements de *spreads* ces deux dernières décennies mais aussi de tirer les enseignements de la recherche académique sur le sujet, afin d'estimer des valeurs d'équilibre.

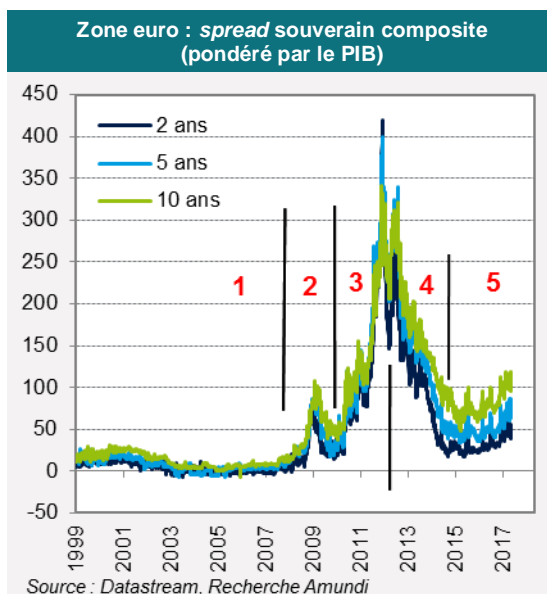
## I. Quelles ont été les grandes phases de l'évolution des *spreads* souverains depuis la création de la zone euro ?

Depuis la création de la zone euro, l'évolution des *spreads* souverains a connu grosso modo cinq grandes phases :

- **Phase n°1, le calme plat entre 1999 et 2007.** Entre la création de la zone euro et la Grande Récession de 2008, les écarts de taux 10 ans entre les différents pays de la

zone euro et l'Allemagne sont restés proches de zéro. Cela a fait dire par la suite à de nombreux commentateurs qu'il s'agissait d'une anomalie et que les marchés sous-estimaient la prime de risque de crédit des pays de la zone euro. Comme nous le verrons par la suite, cette affirmation est sans doute vérifiée pour certains pays (Italie) mais beaucoup moins pour d'autres (France, Espagne).

- **Phase n° 2, Grande Récession de 2008-2009.** Lors de la Grande Récession de 2008-2009, les déficits budgétaires se sont très fortement creusés partout en Europe (toutefois moins en Allemagne que dans les autres pays de la zone euro). Le creusement des déficits couplé à un pic d'aversion pour le risque au niveau mondial a induit une première poussée des *spreads* souverains en 2008. Toutefois, celle-ci est restée d'une ampleur limitée et les *spreads* se sont contractés au long de l'année 2009 avec le rebond des marchés financiers.
- **Phase n° 3, Crise de la zone euro (2010- juillet 2012).** Les *spreads* souverains se sont fortement écartés sur les années 2010, 2011 et sur une partie de l'année 2012. La dégradation plus importante que prévue des données budgétaires en Grèce puis en Irlande et au Portugal, a entraîné une montée des *spreads* d'abord dans ces pays. **Globalement, la dégradation des fondamentaux des pays européens par rapport à l'Allemagne a induit une discrimination beaucoup plus marquée entre les pays. La question de la survie de l'euro a été posée par les marchés lors de ce qui a été appelé la crise de la zone euro.** Le mouvement de montée des *spreads* souverains s'est interrompu en juillet 2012 et avec la fameuse déclaration de Mario Draghi « *Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.* », qui a apaisé les craintes d'éclatement de la zone euro et calmé les inquiétudes des marchés. Les niveaux de *spreads* souverains étaient alors très élevés pour certains pays. Le *spread* 10 ans avec l'Allemagne a connu un pic d'environ 190 bps pour la France (novembre 2011), de 550 bps pour l'Italie (novembre 2011) et de 635 bps pour l'Espagne (juillet 2012).
- **Phase n° 4, le début de mandat de Mario Draghi, jusqu'aux annonces de mesures non-conventionnelles de la BCE (juillet 2012- mi-2014).** Les *spreads* se sont fortement contractés après l'été 2012 pendant une période d'environ deux ans. Les banques européennes ont acheté massivement des obligations souveraines.
- **Phase n° 5, relative stabilité avec un soutien massif de la BCE (mi-2014, ?).** Les *spreads* souverains sont tout d'abord restés relativement stables, étant régulièrement mus par les événements politiques, mais ont adopté une tendance d'écartement lent et régulier depuis l'été 2016.



## II. Quels sont les déterminants théoriques de l'évolution des *spreads* souverains ?

La littérature académique récente arrive généralement à la conclusion que les variables budgétaires (déficit budgétaire et ratio dette-sur-PIB) jouent un rôle déterminant dans l'évolution des *spreads* souverains en zone euro : plus la dette est élevée et plus le déficit est élevé, plus la prime de risque est importante. Certaines études établissent une relation non-linéaire entre le niveau de la dette et la prime de risque : au-delà d'un certain seuil, la prime de risque serait encore plus sensible aux variables budgétaires. Un certain nombre de travaux s'accordent pour dire que les variables budgétaires ont joué un rôle beaucoup plus marqué dans l'évolution des *spreads* souverains euro à partir de début 2010. Notons toutefois qu'il n'existe pas de consensus définitif sur les variables budgétaires déterminantes pour les *spreads* souverains. De plus, le lien entre ces variables et les *spreads* souverains dépend du groupe de pays considéré.

Le risque politique joue également un rôle significatif dans l'évolution des *spreads* souverains. La littérature académique s'est surtout penchée sur ce lien dans le cas des pays émergents (voir par exemple « *Is it (still) mostly fiscal? Determinants of Sovereign spreads in Emerging markets?* », Working Paper FMI, 2008). Plus le risque politique est élevé, plus les *spreads* souverains s'écartent. Toutefois, il convient d'être prudent avec l'expression « risque politique » car celle-ci peut recouvrir des notions très différentes : elle est utilisée pour évoquer les risques de violence politique, les risques d'expropriation, la dégradation de certains facteurs institutionnels tout comme pour évoquer l'incertitude liée aux élections ou aux remaniements ministériels. Dans le cas de la zone euro, le risque politique que l'on évoque correspond généralement à la possible arrivée au pouvoir d'un gouvernement favorable à la sortie de la zone euro.

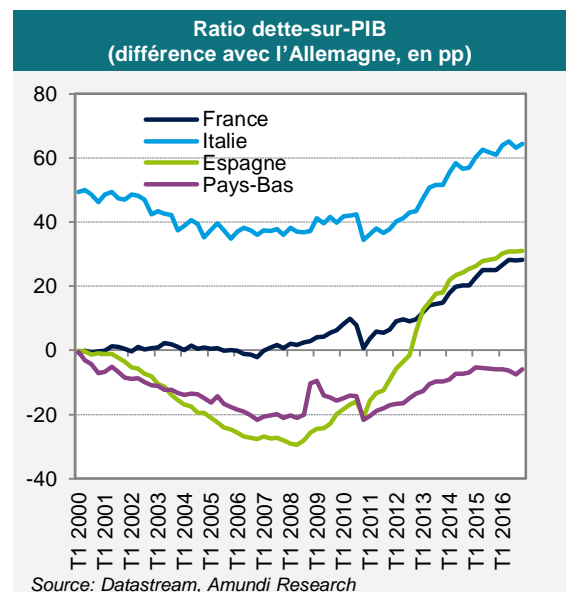
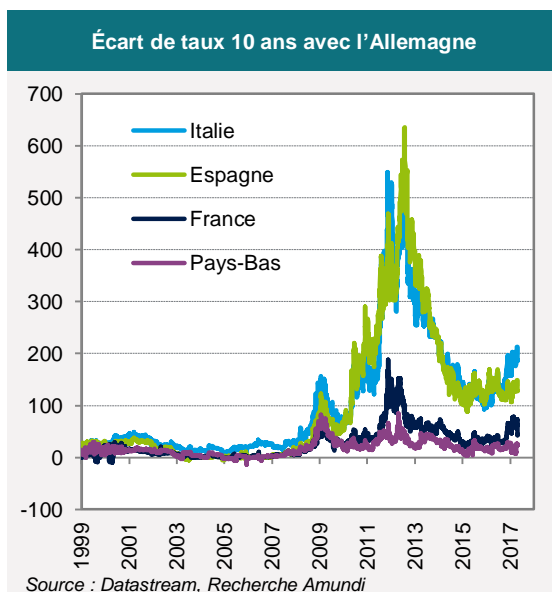
Les mesures non-conventionnelles de la BCE ont également eu un impact sur les *spreads* souverains. Depuis mars 2015, l'Eurosystème s'est lancé dans un programme d'achats d'actifs de grande ampleur, qui a eu un fort impact sur l'équilibre offre/demande

d'obligations souveraines. Les rares études académiques qui se sont penchées sur le sujet montrent généralement que les annonces liées aux programmes non conventionnels de la BCE ont fait baisser les *spreads* souverains en zone euro. Falagiarda et Reitz estiment que les annonces relatives aux programmes SMP et OMT ont fait baisser les *spreads* de façon significative (2015, « *Announcements of ECB unconventional programs : Implications for the Sovereign spreads of stressed euro area countries* »). Un working paper de la BCE estime que l'annonce du programme PSPP a fait baisser les taux 10 ans de 30 à 50 pbs (selon l'approche considérée) pour les pays du cœur de la zone euro et deux fois plus pour des pays tels que l'Italie et l'Espagne (2015, « *Asset purchase programmes and financial markets : lessons from the euro area* »). **Toutefois, les études se focalisant sur l'effet du PSPP sur les *spreads* souverains ne sont généralement que des études d'événements.**

### III. La position relative de l'Allemagne dans la zone euro a changé

#### Les implications du fait que l'Allemagne fasse office de référence pour les marchés

Depuis la création de la zone euro, les marchés obligataires ont considéré et considèrent encore l'État allemand comme la référence en termes de sérieux budgétaire (les marchés exigent une prime de risque pour les autres pays par rapport à l'Allemagne). **L'un des éléments souvent négligés dans l'analyse est que l'Allemagne a longtemps été l'« homme malade » de l'Europe**, la croissance y étant égale ou plus faible qu'ailleurs sur la première décennie d'existence de la zone euro. Au contraire, on a souvent évoqué souvent un « miracle économique » en Espagne à cette période. Si l'on fait l'hypothèse que les primes de risque sont fonction des fondamentaux économiques, il est logique que les *spreads* souverains d'un grand nombre de pays aient été proches de zéro puisque seuls la Belgique et l'Italie avaient un ratio dette-sur-PIB nettement supérieur à celui de l'Allemagne jusqu'à 2008. En conséquence, à l'exception de la Belgique et de l'Italie, il n'est pas anormal que les *spreads* souverains aient été très faibles entre 1999 et 2008.



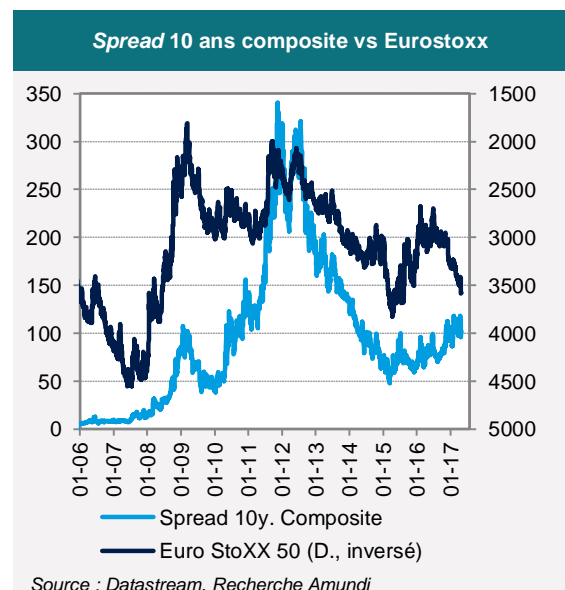
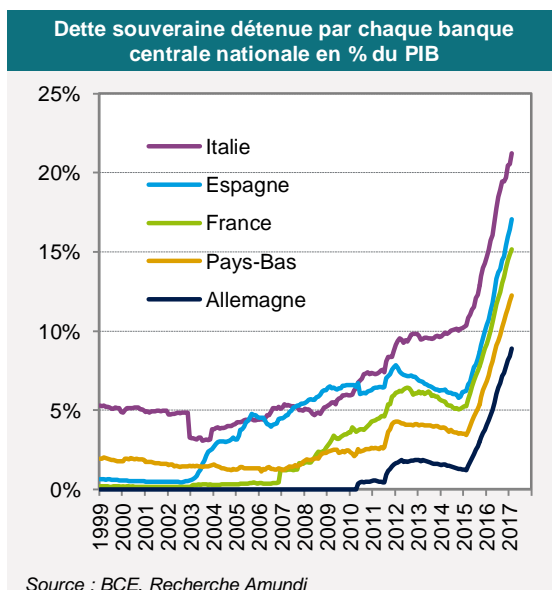
## L'Allemagne, du statut d'« homme malade de l'Europe » à celui de référence économique de la zone euro

À l'occasion de la Grande Récession de 2008-2009, la hiérarchie des fondamentaux économiques des pays de la zone euro a été bouleversée. **La crise a notamment mis en lumière que le modèle économique de certains pays de la zone euro avait des bases très fragiles, contrairement à celui de l'Allemagne.** À des degrés divers, la croissance économique allemande a été bien plus forte que dans les autres pays après 2009. En conséquence, l'Allemagne a accumulé les excédents primaires alors que de nombreux pays ont connu des déficits primaires très importants. **Cela a naturellement amené les investisseurs à réclamer une prime de risque bien plus forte qu'auparavant.**

## IV. Le QE de la BCE a pesé sur les *spreads* souverains mais il est difficile de dire de combien

Il n'est pas inutile de rappeler quelques éléments au sujet du PSPP de la BCE :

- **L'Eurosystème achète des obligations d'État en fonction de la règle de la clé de capital - > les achats de titres en % du PIB sont donc approximativement les mêmes pour chaque pays.** Les achats de dette en % de la dette publique sont donc plus importants pour les pays à dette relativement faible (Allemagne) que pour les pays à dette plus élevée (France, Espagne et surtout Italie). D'un point de vue théorique, il ne va donc pas absolument de soi que le PSPP doive contribuer à une compression des *spreads* souverains.
- **Le PSPP comprend une limite de détention par titres et par émetteurs,** l'Eurosystème ne devant pas posséder plus de 33 % des titres de dette d'un État. Cette limite est proche pour le Portugal et l'Irlande (pour lesquels l'Eurosystème détient encore des titres achetés dans le cadre du programme SMP). L'approche de cette limite a fait grimper le *spread* portugais à partir du début de l'année 2016.

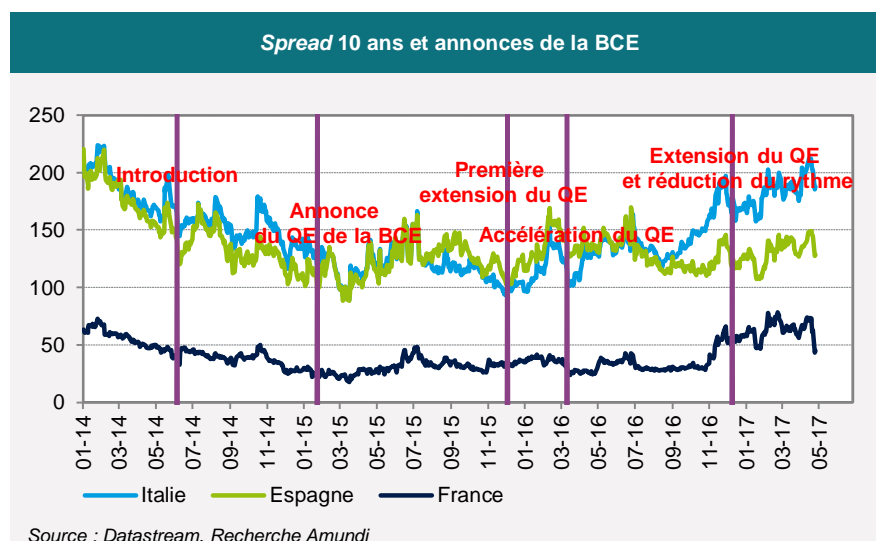


Le PSPP semble avoir joué un rôle significatif sur les *spreads* souverains pour les pays pour lesquels la base d'investisseurs était relativement moins solide mais la quantification de cet impact est très compliquée pour les raisons évoquées ci-dessous mais aussi car l'impact des opérations de *Quantitative Easing* a généralement été anticipé par les marchés avant même leurs annonces, tout du moins avant leur mise en application effective.

Toutefois, on ne peut que constater que la période de PSPP a coïncidé avec un maintien à un niveau très bas des *spreads* souverains, probablement en dessous des valeurs d'équilibre. Les *spreads* ont baissé de façon très spectaculaire sur la période qui a précédé l'annonce du PSPP en janvier 2015.

Par ailleurs, le PSPP a contenu une nouvelle remontée des *spreads* souverains début 2016 lorsque les marchés d'actions ont chuté : les *spreads* souverains avaient commencé à s'élargir pour atteindre un pic mi-février 2016. Le retour de l'appétit pour le risque et la perspective de l'accélération du rythme de QE en mars (passage de 60 à 80 Mds € mensuels) ont ensuite entraîné une baisse significative des *spreads* souverains (de l'ordre de 50 pbs pour l'Italie entre mi-février et mi-mars).

Dans une certaine mesure, on peut également penser que la remontée des *spreads* souverains lié au référendum sur le Brexit a été contenue grâce au programme PSPP.



## V. Quelle prime de risque d'équilibre ?

Si les études académiques ayant analysé les déterminants des *spreads* souverains en zone euro sont nombreuses, celles se focalisant sur l'estimation d'une valeur d'équilibre sont beaucoup plus rares. Un document de travail de la Banque d'Italie (« *Recent Estimates of Sovereign Risk Premia for Euro Area Countries* », 2012) énumère un certain nombre d'entre eux, du plus simple au plus complexe. Plusieurs remarques s'imposent :

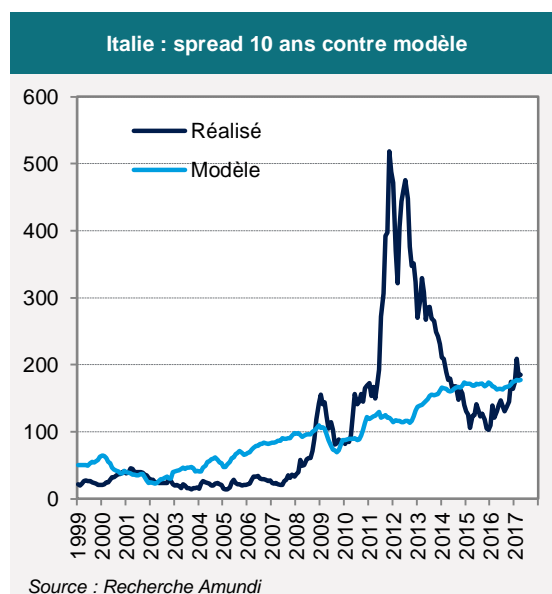
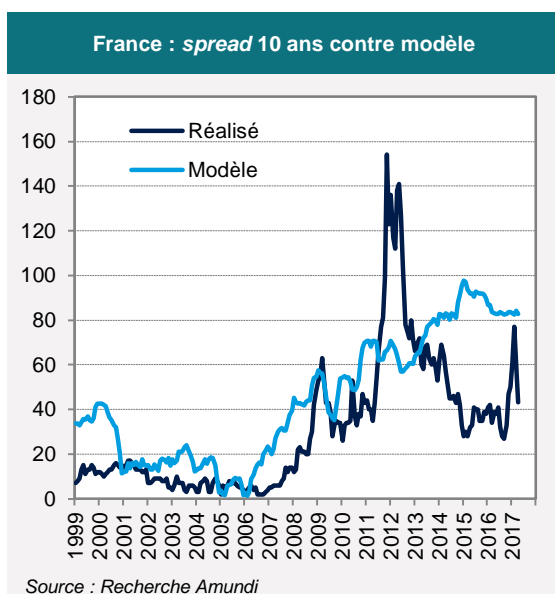
- La modélisation la plus simple consiste à régresser le *spread* souverain sur le ratio dette-sur-PIB. Certains modèles prennent en compte un degré de non-linéarité en régressant le *spread* souverain sur le ratio dette-sur-PIB et sur le carré de cette valeur.
- La quasi-totalité des modèles de *spreads* souverains sont des régressions de panel.

- De nombreux modèles utilisent des prévisions des variables fondamentales explicatrices, comme la prévision du ratio dette-sur-PIB à un ou la prévision du déficit budgétaire à un an.
- De nombreux modèles utilisent les variables fondamentales (dette-sur-PIB, déficit budgétaire, croissance) en différence par rapport à l'Allemagne.

Sur cette base, nous avons donc fait tourner un modèle de *spreads* souverains en panel à une fréquence mensuelle depuis janvier 1999, avec les caractéristiques suivantes :

- **Variables explicatives** : dette publique en % du PIB, déficit budgétaire en % du PIB, croissance potentielle et taille de la dette dans la dette publique de la zone euro.
- **En différence par rapport à l'Allemagne** : les variables sont prises en différence par rapport à l'Allemagne (sauf pour la taille relative de la dette)
- **Variables anticipées** : la dette publique et le déficit budgétaire sont pris en anticipation à un an (données de la Commission Européenne).

L'un des points les plus ardu dans la modélisation des *spreads* souverains est le choix d'inclure ou non des effets fixes pays. Il y a évidemment des raisons objectives pour inclure des effets fixes pays. Par exemple, le *spread* de la France a longtemps été plus faible que ne l'indiquent les fondamentaux car il n'existe que deux grands pays de la zone euro avec une notation de crédit d'excellente qualité (l'Allemagne et la France), ce qui a conduit certains investisseurs internationaux à préférer la dette française, plus rémunératrice pour une qualité quasi-équivalente. Mais on ne peut être certain que la dette française conservera ce statut éternellement. Autre exemple : le Portugal a connu une période étendue d'éloignement des marchés et il apparaît comme logique d'inclure une indicatrice pays. Toutefois, cette situation n'avait pas lieu avant la crise de la zone euro et n'a pas vocation à durer. **Pour ces raisons, nous avons fait tourner un modèle avec et un modèle sans effets fixes pays, et de faire la moyenne des deux valeurs d'équilibre.**





Ce faisant, les valeurs d'équilibre tournent autour :

- 80 pbs pour la France,
- 180 pbs pour l'Italie,
- 150 pbs pour l'Espagne,
- 200 pbs pour le Portugal,
- 120 pbs pour la Belgique.

## Conclusion

Les *spreads* souverains euro ont évolué au gré des échéances électorales ces six derniers mois mais il ne faut pas perdre de vue que les anticipations de la fin prochaine du *Quantitative Easing* de la BCE (et donc de son programme d'actifs de titres publics, le PSPP) joueront également un rôle déterminant. Il est difficile de quantifier de combien le PSPP aura fait baisser les *spreads* souverains mais il est clair que les achats massifs de la BCE ont prévenu une envolée significative des *spreads* lors de plusieurs épisodes de stress (chute des marchés actions début 2016, choc lié au référendum sur le Brexit). Pour certains pays, le *spread* actuel se trouve nettement en deçà des valeurs d'équilibre. Il est donc fort probable que nous allions donc vers une période de *spreads* souverains plus élevés en zone euro. La tendance récente de remontée des *spreads* souverains moyens en période de bonnes performances des actions tend à le corroborer.

## France — Marchés financiers : quelques repères

	11/05/2017	Variation sur la semaine	Depuis le début de l'année
<b>Taux 2 ans</b>			
États-Unis	1.35	4	16
Allemagne	-0.65	3	12
<b>France</b>	<b>-0.42</b>	<b>2</b>	<b>23</b>
<b>Taux 10 ans</b>			
États-Unis	2.39	4	-5
Allemagne	0.44	5	23
<b>France</b>	<b>0.86</b>	<b>4</b>	<b>18</b>
<b>Écart de taux 2 ans</b>			
<b>France</b>	<b>23</b>	<b>-1</b>	<b>12</b>
Italie	49	-8	-9
Espagne	37	-2	-12
<b>Ecart de taux 10 ans</b>			
<b>France</b>	<b>42</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>
Italie	184	-2	23
Espagne	119	-2	1
<b>Prime de CDS 5 ans</b>			
<b>France</b>	<b>30</b>	<b>-2</b>	<b>-9</b>
Italie	159	-3	2
Espagne	66	0	-10
<b>Marchés actions</b>			
EurostoXX 50	3640.0	0.33	10.62
DAX 30	12763.5	0.92	11.17
CAC 40	5404.0	0.59	11.14
MIB 30	21632.7	2.19	12.47
IBEX 35	10956.6	-0.51	17.16
<b>Marchés du crédit</b>			
ItraXX main	62	-3	-10
ItraXX XO	252	-6	-37
ItraXX Financials sen.	66	-4	-28
ItraXX Financials sub.	142	-10	-79
<b>Taux de change</b>			
EURUSD	1.09	-1.05	3.36
EURGBP	0.84	-1.04	-1.46
EURCHF	1.10	1.14	2.21
<b>Volatilité implicite 1 mois</b>			
VIX	10.4	-0.2	-3.6
VDAX	12.8	-2.3	-5.0
EURUSD	7.1	-0.4	-3.2

## En savoir

- **#1 - Élection présidentielle française : état des lieux et décryptage (déjà paru);**
- **#2 — Un état des lieux de l'économie française (déjà paru);**
- **#3 - Les problèmes structurels de l'économie française vus par les organisations internationales et les candidats à l'élection présidentielle (déjà paru);**
- **#4 — Les candidats et la politique budgétaire : une analyse des divergences ; (déjà paru) ;**
- **#5 — Dettes publiques françaises : liquide et sûre (déjà paru) ;**
- **#6 — Les candidats et l'Europe : loyauté, protestation, défection ? (déjà paru);**
- **#7 — Premier tour de l'élection présidentielle : Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe (déjà paru) ;**
- **#8 - Second tour de l'élection présidentielle : Macron vs. Le Pen : enjeux et risques (déjà paru) ;**
- **#9 - Macron Président : les risques disparaissent... retour aux fondamentaux ;**
- **#10 - Le Spread OAT/Bund : évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**
- Un nouveau Président, de nouvelles réformes (à paraître)
- Dette publique : réduction, mutualisation, monétisation... ? (à paraître)

---

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union européenne, les investisseurs « professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes au 26 août 2015 elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com). Crédit photo : Alexandre Guirkingier.