



Etats-Unis

Qui paie le passeur ? De la disparition de la prime de risque sur le marché des Treasuries

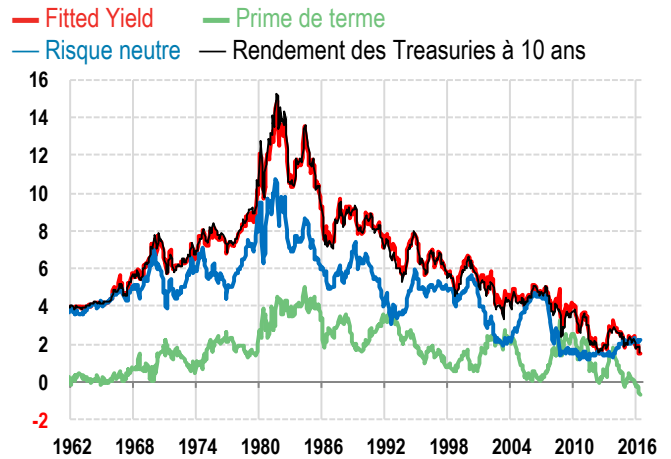
- La prime de terme reflète la rémunération supplémentaire que les investisseurs perçoivent au titre du risque de duration.
- Plusieurs facteurs, notamment l'assouplissement quantitatif, expliquent la compression de la prime de terme au cours des dernières années.
- Aux Etats-Unis, cette prime est à présent très négative, un véritable sujet de préoccupation.

Dans la mythologie grecque, le passeur Charon est rémunéré pour faire franchir le Styx aux âmes des défunts. Une métaphore qu'il est tentant d'utiliser dans l'univers des titres à revenu fixe, dans lequel les investisseurs perçoivent une prime de risque pour « traverser le fleuve » entre différents régimes économiques, plus concrètement, pour passer d'un environnement de taux bas et de croissance morose à un autre fait de rigueur monétaire et de croissance forte ou inversement. Sur les marchés des obligations d'Etat, cette prime de risque est baptisée « prime de terme ». Elle correspond au rendement supplémentaire perçu lorsqu'on investit dans des obligations à long terme plutôt que de renouveler des investissements à échéance très rapprochée (ex : bons du trésor à 3 mois). Dans un monde doté d'instruments très liquides et sans incertitude, le rendement cumulé des deux stratégies devrait être équivalent. Or, un tel monde n'existe pas. L'incertitude est omniprésente, à l'égard de la croissance, de l'inflation ou de la réaction des banques centrales aux informations. En cas de choc, l'impact (plus-value ou moins-value) sera d'autant plus important que la durée du portefeuille obligataire est élevée. C'est ce qui explique l'existence d'une prime de terme destinée à rémunérer le porteur pour le risque de duration qu'il a pris.

Ces dernières années, les banquiers centraux ont fait de plus en plus allusion à la prime de terme dans leurs interventions. Ben Bernanke en a fait une longue analyse dans son discours de 2013 sur les taux d'intérêt à long terme. En 2015, Peter Praet indiquait que les achats d'actifs par la BCE « avaient contribué à une compression des primes de terme » et, tout récemment, Janet Yellen soulignait à Jackson Hole que les achats d'actifs par la banque centrale pouvaient faire reculer les taux longs et, partant, stimuler l'économie en réduisant la prime de terme. Cette prime peut, de fait, être considérée comme un canal de transmission séparé de la politique monétaire visant à agir sur les taux d'intérêt, en plus du canal du taux directeur (hausses ou baisses des taux) et du canal des anticipations (« effet de signal »)¹. Cependant, comme nous l'expliquons plus loin, son évolution dépend aussi d'autres facteurs.

¹ Le canal du signal donne des indications sur l'évolution future du taux directeur, l'objectif étant d'agir sur les anticipations relatives à la politique monétaire. Il opère via la communication de la banque centrale, la forward-guidance et les achats d'actifs (ce qui revient à indiquer implicitement que le taux directeur sera maintenu à un niveau bas pendant une très longue période).

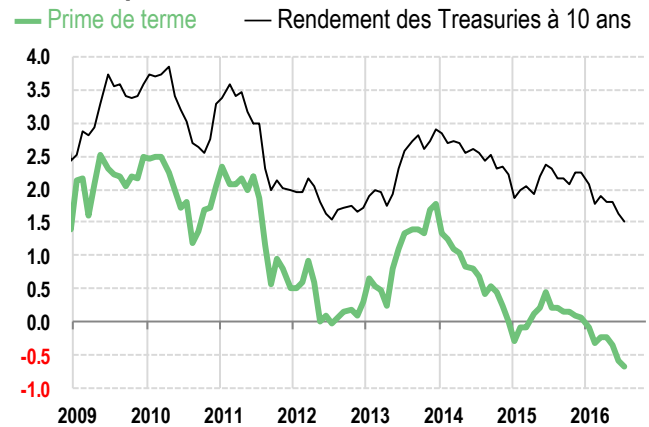
Rendement des Treasuries à 10 ans, « fitted yield », rendement « risque neutre », prime de terme depuis 1962



Graphique 1

Sources : Federal Reserve, BNP Paribas

Rendement des Treasuries à 10 ans et prime de terme depuis 2009 et 2010



Graphique 2

Sources : Federal Reserve, BNP Paribas

Les taux d'intérêt nominaux à long terme correspondent à la somme de l'inflation anticipée, des taux d'intérêt réels attendus à court terme et de la prime de terme. Des modèles ont été mis au point pour séparer la prime de terme des autres composantes. La *Federal Reserve Bank of New York* fournit à cet égard des estimations pour les Etats-Unis. Le graphique 1 montre l'évolution du rendement des titres du Trésor à 10 ans, l'estimation basée sur son modèle (« fitted yield ») ainsi que sa décomposition en rendement « risque neutre » et en prime de terme. Cette dernière varie de manière assez significative sur la durée du cycle conjoncturel, mais elle est orientée



à la baisse depuis 2009. Au cours des derniers mois, elle est devenue de plus en plus négative (graphique 2).

La *Federal Reserve Bank of New York* donne également des estimations de la prime de terme pour différentes parties de la courbe de taux, qui permettent d'établir la structure des échéances de cette même prime de terme. C'est ce que montre le graphique 3. L'évolution au cours des dernières années a été spectaculaire. Normalement, on s'attendrait à une courbe à pente positive, les échéances éloignées impliquant une prime de risque plus élevée. Ce fut de fait le cas entre 2007 et 2010 de même qu'en 2013, suite au débat sur l'abandon progressif par la Réserve fédérale de sa politique d'assouplissement quantitatif (épisode du « taper tantrum »). A la fin de 2014 et de 2015, la courbe était plate et proche de zéro alors qu'à la fin du mois de juillet de cette année, elle était plate et négative toutes échéances confondues².

Avant d'évoquer les problèmes que cela peut éventuellement créer, il convient de débattre des facteurs qui contribuent à la dynamique de la prime de terme. Selon Ben Bernanke³, la baisse tendancielle de la prime de terme reflète la réduction de la volatilité des rendements des titres du Trésor en raison de taux d'intérêt à court terme proches de zéro et qui, à la date de son discours, étaient appelés à rester à ce niveau pendant un certain temps. Autre facteur : la corrélation négative entre les cours des obligations et ceux des actions. Ainsi, lorsqu'une mauvaise nouvelle fait chuter les cours des actions, ceux des obligations ont tendance à augmenter (baisse des rendements obligataires) car ces mauvaises nouvelles impactent les perspectives de croissance et d'inflation. Les investisseurs qui sont exposés aux deux catégories d'actifs bénéficient d'un effet de diversification, qui réduit la volatilité du rendement de l'ensemble de leur portefeuille. Autrement dit, les investisseurs se félicitent de la baisse des rendements obligataires, se traduisant par une diminution de la prime de terme, car la corrélation négative avec les actions fait des obligations un instrument de couverture précieux. Parmi les autres facteurs ayant une incidence sur la prime de terme, il convient de citer la demande de valeurs refuges en période de turbulences, la demande structurelle émanant des gestionnaires des réserves internationales dans les pays affichant des excédents courants durables⁴ ainsi que la demande continue d'actifs sûrs, en raison d'une forte incertitude et/ou de la réglementation⁵. L'assouplissement quantitatif a également joué un rôle, dans la mesure où, comme nous l'avons indiqué plus haut, la compression de la prime de terme était un objectif explicite de cette politique.

Pourquoi une prime de terme très faible, voire négative, est-elle préoccupante ? Le risque, on le sait intuitivement, doit être rémunéré, de sorte que lorsque la prime est négative, l'investisseur paie pour assumer ce risque. Une situation qui peut entraîner une mauvaise appréciation de catégories d'actifs plus risqués (actions, obligations d'entreprise, dette des pays émergents, immobilier) sur fond de forte demande d'investisseurs avides de rendement, et se solder par une

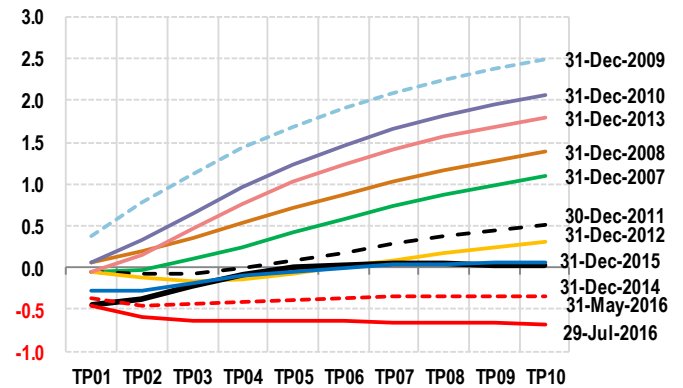
² <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2014/05/treasury-term-premia-1961-present.html#.V9AGmJf1zk>

³ Ben Bernanke, Long term interest rates, 1^{er} mars 2013

⁴ Ben Bernanke, "The global savings glut and the US current account deficit", 10 mars 2005

⁵ Laura Veldkamp, "Commentary: Funding Quantitative Easing to Target Inflation", Jackson Hole 2016

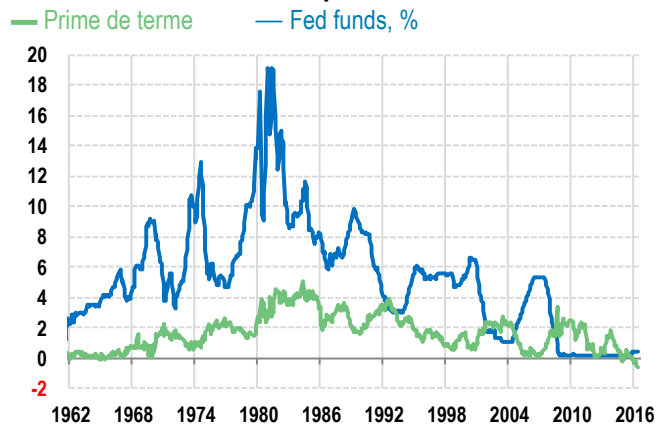
■ Structure des échéances de la prime de terme



Graphique 3

Sources : Federal Reserve, BNP Paribas

■ Taux des fed funds et prime de terme



Graphique 4

Sources : Federal Reserve, BNP Paribas

érosion de leurs primes de risque respectives. L'existence d'une prime faible à négative peut s'expliquer par un ensemble de facteurs

rationnels, comme nous l'avons vu plus haut, mais, quoi qu'il en soit, une telle situation peut difficilement être considérée comme durable : à un certain moment, en effet, les perspectives relatives aux taux courts vont changer, entraînant une volatilité accrue⁶ ; la corrélation actions/obligations peut également évoluer ; les anticipations d'inflation peuvent augmenter entraînant une hausse de la volatilité anticipée ; on peut aussi assister à la suppression des programmes d'assouplissement quantitatif par les banques centrales qui s'efforceront tôt ou tard de réduire la taille de leur bilan. Tous ces facteurs se traduiront par une hausse de la prime demandée pour encourir le risque de durée, c'est-à-dire une augmentation de la prime de terme. La question est de savoir si ce processus se fera ou non sans heurts. Dans ce dernier cas, une hausse brutale des rendements obligataires due à une modification des perspectives d'inflation, du taux directeur et de la prime de terme peut avoir des

⁶ Il convient de noter, comme le montre le graphique 4, que les cycles de resserrement monétaire s'accompagnent d'une baisse de la prime de terme. Reste à savoir s'il en va de même lorsque la prime de terme est négative au début d'un tel cycle.

conséquences sur d'autres marchés financiers, nationaux et internationaux⁷, et, en fin de compte, sur l'économie réelle. Une prime de terme faible à négative implique donc le risque d'une hausse soudaine de cette même prime provoquant un retour de bâton⁸ sur les rendements tel un élastique tendu à l'extrême.

Par ailleurs, avec une prime de terme basse, la politique monétaire aura plus de mal à stimuler l'économie lorsque viendra la prochaine récession⁹. La situation actuelle donne donc à réfléchir : d'une part, une hausse de la prime de terme serait la bienvenue parce qu'elle offrirait une marge de manœuvre à la banque centrale mais, d'autre part, cette hausse pourrait aussi être une source de volatilité pour les marchés et l'économie réelle.

⁷ On peut s'attendre à un repli des marchés actions et à un élargissement des *spreads* des obligations d'entreprises. Le dollar pourrait s'apprécier et les flux de capitaux en direction des économies en développement pourraient ralentir.

⁸ Pour Charles Evans de la *Federal Reserve Bank of Chicago*, les choses pourraient néanmoins évoluer en douceur : « *si les risques d'inflation ou de prime de terme augmentent sensiblement, la trajectoire alternative des taux des fonds fédéraux - pour les hausses de taux des fonds qui pourraient accompagner une politique monétaire plus restrictive que prévu - pourrait rester très graduelle... nous pourrions normaliser la politique monétaire beaucoup plus vite qu'on ne l'envisage actuellement tout en conservant un rythme suffisamment progressif pour éviter une modification brutale des conditions financières* » (Are Low Monetary Policy Rates the New Normal? 31 août 2016)

⁹ Lors du symposium de Jackson Hole, en août dernier, Janet Yellen a explicitement évoqué comment, lors d'une future récession, les achats d'actifs et la *forward-guidance* devraient faire reculer les rendements obligataires en réduisant les primes de terme et les anticipations à l'égard du taux directeur.