

● Le thème de la semaine : La prime de terme sur les obligations

- La violente hausse des rendements des Treasuries semble attribuable à la remontée de la prime de terme à partir de niveaux très négatifs engendrés par les politiques successives de QE;
- La prime de terme est difficile à appréhender car elle englobe l'ensemble des primes de risque perçues par les investisseurs ;
- La prime de terme est inobservable et doit être estimée. Le modèle ACM de la Fed de New York constitue un cadre d'analyse utile pour observer son évolution ;
- La prime de terme est indépendante des projections de taux de la Fed et est déterminée par les flux, la volatilité des obligations et la corrélation actions-taux.

● La revue des marchés : le pic semble atteint pour la BCE

- Forte volatilité sur les courbes de taux ;
- Le spread Italie-Allemagne reste à 200 pdb malgré le maintien du PEPP;
- Le dollar-yen sous tension au-delà des 150 ;
- Les avertissements sur les bénéfices sanctionnés par les investisseurs.

● Le graphique de la semaine



Depuis l'attaque du Hamas sur Israël du 7 octobre, les prix de l'or ont significativement augmenté (+ 9 %) pour atteindre les 2000 \$ l'once. Cette hausse du prix de l'or est encore plus spectaculaire en convertissant le prix en yen. Le cours de l'or a atteint un plus haut historique à 0,3 million de yens l'once. Cela reflète les pressions baissières sur la devise nipponne par rapport au billet vert, liées à la divergence d'orientation de politique monétaire entre la Boj et la Fed.

● Le chiffre de la semaine

1

Le gouvernement chinois a annoncé l'émission de 1 billion de yuan (140 milliards de dollars), d'obligations spéciales pour que les gouvernements locaux remboursent leur dette.

Source : Bloomberg



Axel Botte
Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

• **Thème de la semaine**

La prime de terme sur les obligations

Le marché baissier sur les bons du Trésor américain semble principalement imputable à une augmentation de la prime de terme, ce qui suggère que la hausse des rendements serait indépendante des dernières projections de taux de la Fed. La prime de terme est un concept difficile à cerner regroupant diverses primes associées au risque encouru par les investisseurs obligataires. La prime de terme est aussi inobservable et doit être estimée. Dans cet article, nous discutons du concept et des déterminants de la prime de terme des obligations.

Un concept mal défini

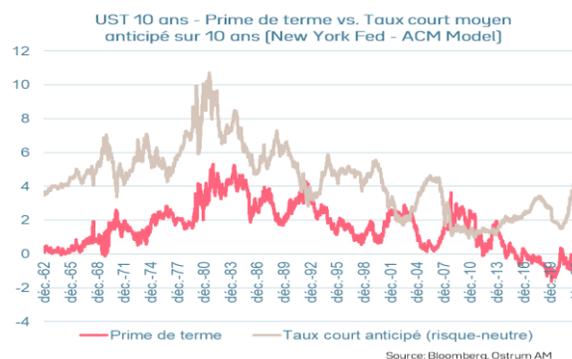
Dans la théorie financière standard, les rendements des obligations du Trésor peuvent être décomposés en deux parties : les anticipations d'évolution des taux d'intérêt à court terme (le taux directeur de la Fed) et la prime de terme. La prime de terme correspond à la rémunération exigée par les investisseurs averses au risque pour supporter le risque de « sensibilité » au taux. Les obligations à long terme sont plus risquées, car les taux d'intérêt peuvent varier au cours de la durée de vie de l'obligation. Par conséquent, les bons du Trésor à long terme devraient offrir une prime par rapport à la stratégie de réinvestissement, systématique sur des bons à court terme, par exemple. La prime de terme est un concept mal défini désignant l'excès de rendement requis pour compenser les risques financiers liés à la fois à l'illiquidité des marchés, à la volatilité des cours, à l'inflation ou au défaut.

La prime de terme n'étant pas directement observable¹, elle doit être estimée à l'aide de modèles incluant des variables financières et macroéconomiques. Dans la littérature financière, il existe de nombreux modèles de primes à terme. Parmi

ceux-ci, celui de la Fed est souvent cité. Les économistes de la Fed de New York, Adrian, Crump et Moench (ACM par la suite), ont développé un modèle statistique pour décrire l'évolution conjointe des rendements du Trésor et des primes de terme dans le temps et pour chaque maturité. Leur approche exprime les rendements comme un modèle linéaire à cinq facteurs. Les détails du modèle sortent du cadre de cet article, mais nous utiliserons leurs estimations pour discuter des facteurs macroéconomiques et de politique monétaire explicatifs de la prime de terme.

Estimations de la prime de terme

Le modèle ACM fournit ainsi des estimations à la fois du taux court moyen anticipé et de la prime de terme sur des maturités de 1 à 10 ans. On peut en déduire le taux court et les primes de terme à une date future. La prime de terme, dans 5 ans par exemple, représente une prime de risque stable que l'on pourrait utiliser dans les modèles d'équilibre pour les taux à long terme. La base de données ACM offre une perspective historique depuis le début des années soixante. La moyenne de long terme de la prime à 10 ans est estimée à 154,8 pb en données journalières. La médiane de long terme est proche à 158,5 pb. Le taux court moyen anticipé sur un horizon de 10 ans est de 4,40 % en moyenne depuis 1962. Les dernières estimations disponibles (datant du 16 octobre) sont respectivement de 27 pb et 4,52 %. Ainsi, malgré sa récente hausse, la prime de terme américaine reste très faible par rapport aux normes historiques. Il est intéressant de noter que la prime de terme est presque aussi volatile que la moyenne des taux courts attendus sur dix ans.

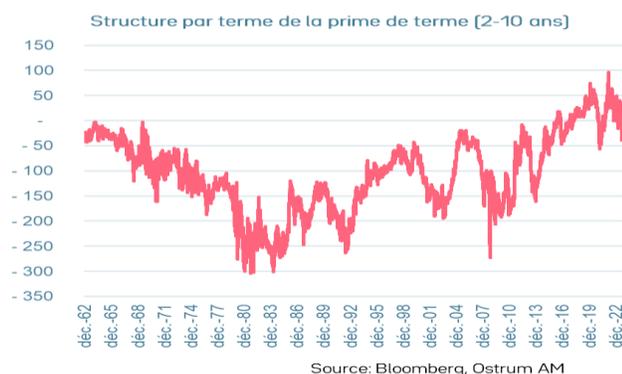


¹ Il convient néanmoins de souligner que le swap OIS sur le SOFR au jour le jour constitue une mesure directe des taux courts moyens anticipés à un horizon donné. Le spread contre OIS des Treasuries constitue donc une estimation fiable de la prime de terme. Le niveau

actuel du swap spread à 10 ans se situe à - 32 pb. La prime de terme selon cette mesure serait de 32 pb.

La prime à terme a elle-même une structure par terme. Cela peut paraître surprenant, mais le graphique ci-dessous indique que la prime de terme est souvent plus élevée sur les maturités à 2 ans que sur les échéances à 10 ans. L'écart 2-10 ans est même négatif la plupart du temps. Cela doit signifier que les obligations à long terme sont perçues comme des investissements moins volatils, du moins par certaines catégories d'investisseurs. Par exemple, les fonds de pension, compte tenu de la structure de leurs engagements, peuvent trouver les obligations à long terme moins risquées pour leurs besoins d'investissement.

Une structure par terme inversée de cette prime de terme s'observe notamment en période de forte inflation, lorsqu'il existe un risque de resserrement monétaire excessif pour contrecarrer l'inflation. Une prime de terme plus élevée sur les maturités courtes reflète l'incertitude quant à l'ampleur du resserrement requis pour ramener l'inflation à l'objectif. Le spread de prime de terme 2-10 est actuellement de - 33 pb. À l'inverse, dans les années 2010, la communication avancée (forward guidance) de la Fed avait réduit la prime de terme des obligations courtes par rapport à la prime à 10 ans.



Les facteurs déterminants de la prime de terme

La prime de terme peut varier en fonction de différents facteurs pouvant être liés à l'offre et à la demande d'obligations à des maturités spécifiques, à la volatilité globale du marché et à la corrélation taux-actions.

En ce qui concerne l'équilibre des flux, l'augmentation des émissions nettes de bons du Trésor depuis le mois

d'août a eu un impact significatif sur la forme de la courbe des rendements américaine et sur sa composante de prime de terme. L'augmentation du déficit fédéral n'est pas étrangère à cette situation. En août, le Trésor américain a annoncé une augmentation de la taille des adjudications sur toutes les échéances, afin de rallonger la durée de son portefeuille de dette. Pendant ce temps, le portefeuille de titres de la Fed s'amortit de 60 milliards de dollars chaque mois, ce qui s'ajoute au besoin d'épargne nouvelle pour équilibrer le marché. La « duration » totale (ou le risque de taux) vendue sur le marché par le Trésor accroît la prime de terme.

Depuis le début du cycle monétaire, la volatilité est élevée sur les marchés de taux américains. Cela semble avoir eu un impact sur la prime de terme pour la simple raison qu'un actif plus volatil devrait générer un rendement attendu plus élevé. La reprise de la volatilité a été très prononcée sur les maturités courtes. La fin de la politique de taux zéro a provoqué une hausse de la volatilité des taux, malgré la forward guidance de la Fed (les 'dots') pour encadrer les anticipations du marché. Les marchés de taux, avant la longue période de QE, étaient caractérisés par une structure par terme de la volatilité des taux présentant une bosse autour de la maturité à deux ans liée à l'inversion de la prime de terme. En clair, cela signifie qu'il y a plus d'incertitude sur l'évolution des taux de la Fed à l'horizon, par exemple, des deux prochaines années, que sur le niveau moyen des taux sur le long terme.

Par ailleurs, la relation entre obligations et actions apparaît essentielle. Dans un environnement d'inflation stable, la croissance dicte la performance relative des obligations et des actions. Une croissance plus forte profite aux actions, tandis que les obligations surperforment en période de ralentissement économique. Il existe alors un régime de corrélation négative entre les prix des obligations et les prix des actions. La prime de terme diminue donc à mesure que les prix des obligations montent et que les actions baissent. Dans un environnement d'inflation présentant une tendance, le risque de resserrement excessif implique une prime de terme plus élevée (du fait du risque d'inflation) qui fait plus que compenser la couverture contre l'inflation implicite dans les cours boursiers. Dans ce cas, des primes de terme plus élevées augmentent le facteur d'actualisation des

bénéfices projetés et réduisent la valeur d'équilibre des actions. Dans ce cas, une prime de terme plus élevée est associée à une corrélation obligations-actions positive.

Conclusion

Le marché baissier sur les obligations s'explique par une hausse de la prime de terme. Les rendements obligataires peuvent être décomposés en deux éléments : les taux courts moyens anticipés et une prime de terme, un concept délicate à appréhender intégrant les primes associées aux différents risques subis par les créanciers. La prime de terme n'est pas observable, mais cette prime semble fonction de l'équilibre offre-demande pour les obligations (une offre excédentaire augmente la prime de terme), de la volatilité des taux (liée positivement à la prime) et du régime de corrélation obligations-actions.

Axel Botte

● La revue des marchés

Le pic semble atteint pour la BCE

Comme un air de récession...

Une configuration étrange s'est opérée sur les marchés financiers. Les adjudications de Treasuries sur les maturités 5 ans et 7 ans n'ont pas eu de forte demande. Le dollar est resté ferme et les taux longs américains se sont stabilisés, malgré les bonnes nouvelles économiques aux Etats-Unis. Sur les marchés actions, ce sont les valeurs défensives qui ont surperformé sur la semaine.

Une semaine de zigzags sur les marchés de taux souverains, reflétant une forte volatilité sur les courbes de taux. Les taux longs américains se sont stabilisés sur la semaine, à l'image du taux d'intérêt à 10 ans qui a dépassé les 5 % en séance, mais semble se stabiliser autour de 4,85 %. Sur les marchés de taux souverains européens, les rendements se sont légèrement repliés sur la semaine. Le Bund a terminé la semaine autour de 2,85 %. La conjoncture dégradée de la zone euro et la pause « dovish » de la BCE ont permis de capter la hausse des rendements obligataires souverains européens.

La BCE a acté la dégradation de la conjoncture de la zone euro qui devrait continuer au cours des prochains mois ainsi que le processus de désinflation. Aucune annonce n'a été effectuée sur le PEPP, le QT ou les réserves minimum. Le maintien de la flexibilité des réinvestissements du PEPP jusqu'à fin 2024, offre un soutien aux BTPs. Néanmoins, le différentiel de taux d'intérêt entre l'Italie et l'Allemagne reste autour de 200 pb, reflétant les craintes sur la soutenabilité de la dette du pays. Lors de la conférence de presse, Mme Lagarde a indiqué qu'il était prématuré de discuter de baisses de taux à ce stade... Le pic de taux semble atteint pour la BCE. Les anticipations de baisses de taux des opérateurs de marchés ont été avancées à avril 2024, contre juillet 2024.

Sur le marché des changes, le dollar est resté ferme. L'euro-dollar évolue autour de 1,05 \$, malgré la divergence dans la dynamique d'activité entre les deux zones économiques. Le QT de la BCE est un facteur de soutien à la monnaie unique. A contrario, la parité dollar-yen s'est traitée au-delà des 150, reflétant

la remise en cause de la soutenabilité de sa politique de YCC. L'inflation à Tokyo, proxy de l'inflation nationale, a accéléré à 3,3 % en octobre, au-delà de la cible des 2 %. La parité dollar-yuan reste sur la borne inférieure autorisée par la PBoC autour de 7,3. Les autorités chinoises ont annoncé l'émission de 1 trillion de yuans (140 mds \$) d'obligations spéciales pour permettre aux gouvernements locaux de rembourser leur dette. Les hauts cadres du Parti, dont Xi Jinping, ont rendu visite à la PBoC et au régulateur des réserves de change (SAFE).

Sur les marchés actions européens, les valeurs défensives ont superperformé sur la semaine alors que les valeurs cycliques sont en baisse. A noter que les avertissements à la croissance des bénéficiaires sont fortement sanctionnés par les investisseurs. Les investisseurs vendent également les entreprises trop endettées ou ne pouvant plus générer de cash flow. Les cours du pétrole ont enregistré une légère baisse sur la semaine reflétant la perspective d'une désescalade de tensions au Proche-Orient. Les prix de l'or ont augmenté de 0,5 % sur la semaine à 2000 \$ l'once. Depuis l'attaque du Hamas sur Israël le 7 octobre, la corrélation entre les cours du brut et de l'or, est positive.

Sur les fondamentaux, le PIB du T3 américain (4,9 % en rythme trimestriel annualisé) acte l'accélération de l'activité américaine durant l'été. La consommation a contribué à plus de la moitié de la croissance, revenant à ses niveaux d'avant le début du resserrement monétaire de la Fed. La croissance devrait ralentir au T4 liée au secteur de l'immobilier qui devrait souffrir de la hausse des taux hypothécaires. Le taux hypothécaire à 30 ans a atteint 8,09 %. Mais encore... Le PCE a accéléré à 0,7 % en septembre. Les dépenses des ménages américains ont accéléré plus vite que la croissance des salaires de 0,3 %. En zone euro, les enquêtes préliminaires S&P Global manufacturier pour le mois d'octobre indiquent une contraction de l'activité liée aux services. C'est la première fois depuis l'invasion russe de l'Ukraine, que l'activité des services se contracte. La lueur d'espoir, est venue du côté de l'IFO, qui s'est stabilisé en octobre, certes à des niveaux bas. Du côté de la politique monétaire, la Banque centrale de Turquie a relevé de 500 ppb son taux directeur à 35 %, afin de freiner la spirale inflationniste.

Zouhoure Bousbih

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	30-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	3.01%	-12	-19	+25
EUR Bunds 10a	2.82%	-7	-4	+23
EUR Bunds 2s10s	-20bp	+5	+15	-1
USD Treasuries 2a	5.05%	-1	-1	+61
USD Treasuries 10a	4.88%	+1	+29	+99
USD Treasuries 2s10s	-16.6bp	+3	+30	+38
GBP Gilt 10a	4.57%	-5	+12	+88
JPY JGB 10a	0.89%	+2	+4	-12
EUR Spreads Souverains (10a)	30-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	61bp	+1	+5	+7
Italie	193bp	-3	-1	-21
Espagne	108bp	-2	-2	-1
Inflation Points-morts (10a)	30-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.47%	-7	-2	-8
USD 10a Inflation Swap	2.67%	+1	+7	+13
GBP 10y Inflation Swap	3.9%	+0	-5	+0
EUR Indices Crédit	30-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	163bp	-2	+10	-4
EUR Agences OAS	78bp	-2	+4	-1
EUR Obligations sécurisées OAS	85bp	-4	+2	+1
EUR High Yield Pan-européen OAS	494bp	+0	+49	-18
EUR/USD Indices CDS 5a	30-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	88bp	-1	+6	-3
iTraxx Crossover	461bp	-3	+23	-13
CDX IG	81bp	+3	+6	-1
CDX High Yield	528bp	+16	+36	+44
Marchés émergents	30-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	447bp	-7	+23	-5
Devises	30-oct.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.058	-0.750	0.915	-1.1
GBP/USD	\$1.213	-0.850	0.182	0.4
USD/JPY	JPY 150	0.040	0.134	-12.4
Matières Premières	30-oct.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$89.2	-\$0.7	-\$3.1	9.2
Or	\$1 996.6	\$22.1	\$165.0	9.5
Indices Actions	30-oct.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 117	-2.53	-3.98	7.2
EuroStoxx 50	4 038	-0.12	-3.30	6.4
CAC 40	6 833	-0.26	-4.23	5.5
Nikkei 225	30 697	-0.98	-3.64	17.6
Shanghai Composite	3 022	2.80	-2.86	-2.2
VIX - Volatilité implicite	20.81	2.16	18.78	-4.0

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...30/10/2023

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



www.ostrum.com