

Présentation non-technique de l'article « How markets price risks? Key insights from an analysis of the US Treasuries market. »

Comme tous les marchés financiers, le marché des obligations du Trésor américain a souvent des évolutions jugées très étranges par les observateurs. D'une part, les taux longs paraissent souvent en décalage avec le contexte économique et d'autre part, les réactions au jour le jour face à l'arrivée des nouvelles sont parfois contre-intuitives. Les observateurs parlent de « mouvement technique » quand la variation des taux sur les obligations semble certains jours en décalage relativement aux nouvelles informations concernant l'inflation et la croissance.

Le comportement étrange des taux à long terme américains n'est bien sûr pas systématique : souvent, les taux longs, en niveau et en variation quotidienne, ne posent pas de problème particulier d'interprétation. Mais de façon récurrente, une étrange déconnexion apparaît. En 2005, Alan Greenspan employait le terme de « conundrum » pour s'étonner du bas niveau des taux à long terme. En 2018, la plupart des observateurs s'étonnaient à nouveau du bas niveau des taux à long terme dans un contexte de durcissement de la politique monétaire américaine. Enfin, au cours des derniers mois, le net recul des taux à long terme a surpris les investisseurs et les responsables des politiques monétaires dans un contexte de reprise économique post-covid et d'accélération spectaculaire de l'inflation aux Etats-Unis.

La littérature académique existante explique très mal ce double phénomène (importance des « mouvements techniques » inexpliqués au jour le jour et déconnexion plus fondamentale du niveau des taux longs relativement au contexte économique).

L'article joint prétend apporter un éclairage radicalement nouveau de ces phénomènes avec des implications considérables pour les investisseurs comme pour les autorités publiques.

La thèse, soutenue par les travaux économétriques, est la suivante : il y a depuis le début des années 2000 un manque d'obligations à long terme sans risque émises par le Trésor américain. La demande a considérablement augmenté au cours des dernières décennies pour un ensemble de raisons :

- La crédibilité anti-inflationniste de la Fed limite les risques portés par les investisseurs à long terme en obligations, notamment ceux qui épargnent pour leur retraite.
- Les crises financières récurrentes ont renforcé structurellement la demande pour les obligations du trésor américain, d'autant plus que le durcissement des réglementations prudentielles a forcé de nombreux investisseurs institutionnels (banques, assurances, fonds de pension) à renforcer la part des placements à long terme avec un faible risque de crédit.

Le désajustement entre l'offre et la demande d'obligations à long terme émises par le Trésor américain s'est traduit par des primes de risque à court terme systématiquement négatives sur les obligations depuis le début des années 2000. Par « primes de risque à court terme systématiquement négatives », nous voulons dire que les investisseurs s'attendent depuis plus de 20 ans à perdre de l'argent à un horizon de quelques mois en investissant sur des obligations à long terme plutôt qu'en investissant sur des bons du Trésor à court terme. Cette hiérarchie surprenante des rendements attendus (moins de performance attendue sur les obligations longues que sur les bons du Trésor) apparaît très clairement dans les différentes enquêtes régulières faites auprès des investisseurs. C'est ce qui équilibre depuis plus de 20 ans le marché des obligations du Trésor américain : ces primes de risque négatives dissuadent les investisseurs d'investir sur ces obligations et ramènent la demande au niveau d'une offre insuffisante.

Il est important de noter que cette situation existait bien avant le Quantitative Easing (QE) et l'achat massif d'obligations du Trésor américain par la banque centrale. Le QE depuis un peu plus de 10 ans a certes accentué le manque d'obligations sans risques disponibles pour les investisseurs privés, mais l'écart entre l'offre et la demande semblait déjà considérable avant et s'explique avant tout par les évolutions structurelles des dernières décennies en termes de risque inflationniste, d'amplitude des fluctuations boursières et d'évolution des réglementations prudentielles.

Un autre constat essentiel de l'article, là aussi fondé en partie sur des estimations économétriques, est que cette évolution structurelle depuis plus de 20 ans (manque d'obligations longues et apparition de « primes de risque à court terme négatives ») n'a pas été correctement identifiée par les investisseurs et la plupart des universitaires travaillant sur ces questions. Une analyse détaillée des primes de risque de court terme nécessite une étude approfondie de l'information disponible sur les positions des investisseurs et leurs anticipations, et ce n'est pas un travail réellement fait aujourd'hui (nous allons y revenir en conclusion).

La vision dominante reste le fait qu'une obligation à long terme est plus risquée qu'un placement à court terme et que les investisseurs exigent de fait une prime de risque positive. Cette approche est pourtant démentie par les faits depuis 20 ans. Elle est de plus naïve car le placement sans risque d'un investisseur qui épargne pour sa retraite et ne craint pas l'inflation (grâce à la crédibilité des banques centrales) est l'obligation longue, pas le placement monétaire totalement dépendant de l'évolution très incertaine des taux courts futurs. Cette erreur a des implications considérables : quand les investisseurs « fondamentalistes » font des calculs théoriques sur le niveau économiquement justifié des taux longs, ils « injectent » généralement dans leurs modèles l'hypothèse selon laquelle les investisseurs exigeront tôt ou tard des primes de risque nettement positives sur les obligations gouvernementales longues relativement aux placements purement monétaires. Mais ces calculs sont fondamentalement erronés et ces taux longs théoriques ne sont jamais ou rarement atteints (ce que montre l'article). En effet, à ces niveaux de taux longs, la demande pour les obligations du Trésor US dépasserait largement l'offre disponible. Seuls des taux longs anormalement bas permettent depuis 20 ans d'équilibrer l'offre et la demande.

Comme les prévisions de la grande majorité des fondamentalistes (naïfs) ne se réalisent jamais, les investisseurs perdent régulièrement confiance en leurs prévisions et adoptent de façon récurrente d'autres techniques d'investissement (« chartiste », « contrarian » ou « passive »). Dans l'article, nous revisitons finalement les 20 dernières années sur le marché des obligations du Trésor US que nous réinterprétons ainsi comme un long cheminement chaotique (encore inachevé...) vers une meilleure prise en compte du déséquilibre entre l'offre et la demande par les investisseurs et les analystes fondamentalistes qui les conseillent.

Notons que l'analyse des primes de risque exigées par les investisseurs et des éventuelles erreurs commises par les fondamentalistes est beaucoup plus facile pour les obligations gouvernementales que pour les autres classes d'actifs. Ceci est dû à l'abondance de l'information disponible (courbe des taux complètes, enquêtes régulières auprès des investisseurs) et à la relative simplicité des modèles de valorisation fondamentaux proposés par la théorie économique (tout est beaucoup plus compliqué pour les actions dont le prix dépend cruciallement des perspectives de profits à long terme des entreprises). Mais nous soutenons dans l'article que les mécanismes mis en évidence (et quantifiés) pour les obligations du Trésor américain jouent probablement aussi un rôle important pour les autres classes d'actifs. Les primes de risque de court terme qui équilibrent les autres marchés (actions, taux de change, obligations émises par les entreprises) varient aussi fortement et de façon structurelle en fonction de l'environnement économique. Les analystes fondamentalistes manquent beaucoup de ces

ruptures et cela entraîne également une évolution chaotique des valorisations observées sur ces marchés.

Cette analyse est profondément originale : la littérature académique explique souvent l'instabilité des valorisations (les « bulles », les « krachs », l'importance des mouvements techniques) comme liée à la présence d'investisseurs irrationnels suivant des approches d'investissement non fondamentalistes. Sans nier que certains épisodes s'expliquent par de l'irrationalité, nous insistons aussi sur les erreurs des fondamentalistes qui perdent la confiance des investisseurs parce qu'ils se trompent sur leur analyse des primes de risque. Un marché où les fondamentalistes ont capitulé devient un marché instable et dominé par les mouvements techniques non liés aux fondamentaux économiques.

Si l'on souscrit à cette analyse (après avoir lu quelques-unes des 65 pages de l'article...), la question qui se pose est celle des réformes qui conduiraient à une plus grande stabilité des marchés, ou plus précisément à une moindre déconnexion entre les évolutions économiques et financières (sachant qu'il restera toujours une instabilité incompressible liée aux modifications de l'environnement économique). Comment faire pour que les fondamentalistes perdent moins souvent la main ? Il est clair que plus de transparence sur les positions prises par les investisseurs aideraient (plus d'informations sur les positions, de meilleures enquêtes sur les anticipations...). Mais, la bonne nouvelle est que le principal obstacle est essentiellement conceptuel et peut facilement être levé sans avoir recours à de grandes réformes. Le point essentiel est que les investisseurs (aidés par les universitaires) doivent mieux réaliser à quel point les primes de risque bougent et à quel point il est dangereux d'extrapoler les rendements passés. Des approches fondamentalistes beaucoup plus robustes exigent seulement une meilleure compréhension théorique de la dynamique des primes de risque et une meilleure utilisation des informations existantes.

De ce point de vue, la balle est un peu dans le camp des universitaires, et il sera intéressant de voir comment ils réagissent à cet article.

Olivier Davanne

4/09/2021