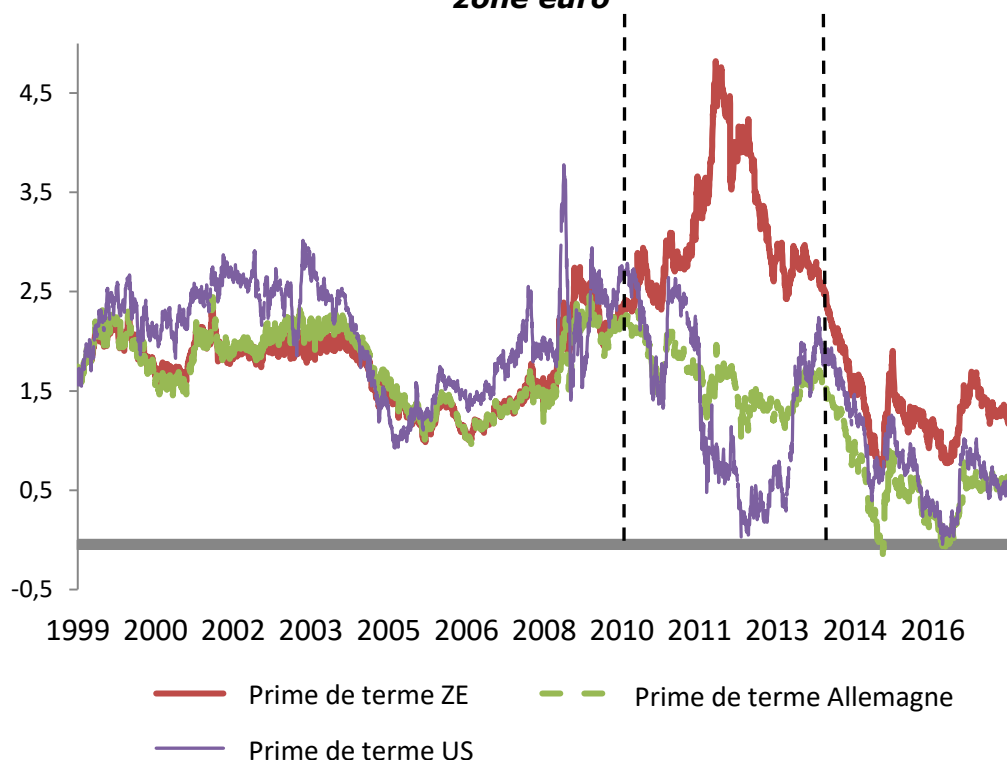


Effets sur la zone euro d'une hausse soudaine de la prime de terme américaine

[Daniele Siena](#) et [Urszula Szczerbowicz](#)

La prime de terme US est très faible en comparaison historique. Une hausse inattendue de 1 point de pourcentage (pp) de cette prime pourrait réduire la croissance du PIB de 0,4 pp aux US et de 0,25 pp dans la zone euro. Ces effets seraient moins importants si les autorités monétaires contraignent la baisse de l'inflation.

Figure 1 : Primes de terme à 10 ans aux États-Unis, en Allemagne et dans la zone euro



Note : Les primes de terme sur les obligations publiques à 10 ans sont estimées par NIESR. La prime de terme dans la zone euro correspond ici à la moyenne des primes de terme des pays membres, pondérée de la clé de répartition du capital de la BCE.

Étant donné le niveau historiquement faible de la prime de terme (PT) aux États-Unis, et le contexte actuel d'augmentation du déficit budgétaire américain et de réduction des portefeuilles d'obligations de la Réserve fédérale (Fed), une tension à la hausse sur la PT américaine est particulièrement plausible. Quelles seraient les conséquences pour l'économie de la zone euro d'une hausse soudaine de cette prime ? D'une part, l'appréciation du dollar qui résulterait de cette hausse pourrait améliorer la compétitivité commerciale des pays de la zone euro. D'autre part, le ralentissement concomitant de la demande américaine entraînerait une diminution des exportations de la zone euro vers les États-Unis. En outre, les PT internationales étant corrélées, une hausse de la PT en zone euro ralentirait également la demande intérieure de la zone.

La prime de terme américaine a-t-elle un effet sur celle de la ZE ?

La figure 1 présente l'évolution des estimations des PT aux États-Unis, en Allemagne et dans la zone euro (estimations NIESR suivant la méthodologie de [Adrian et al. \(2013\)](#)) depuis 1999. Comme le montre le graphique, ces évolutions sont étroitement corrélées sur l'ensemble de la période, à l'exception de 2010-2013, crise de la dette souveraine en Europe (tandis que le niveau des PT peut différer selon la période d'estimation, la corrélation entre les États-Unis et la zone euro se confirme pour d'autres estimations de la PT). Durant cette période, les investisseurs se sont défaits de leurs actifs souverains périphériques. Si l'on se concentre sur la période la plus récente, les PT allemande et de la zone euro sont fortement corrélées avec celle des États-Unis (91 % et 93 %, respectivement) alors que, comme le souligne [Benôit Coeuré \(2018\)](#), « une forte corrélation entre les prix d'actifs internationaux ne résulte pas nécessairement d'un choc commun » ; en effet, elle peut résulter d'une décision de politique monétaire ou budgétaire prise par un seul pays. Par exemple, une hausse des rendements américains induite par une normalisation du bilan de la Fed peut attirer les investisseurs, faire baisser la demande d'actifs de la zone euro et faire remonter la PT de la zone euro. [Rogers et al. \(2014\)](#), montrent que des surprises de mesures non conventionnelles de politique monétaire aux États-Unis ont effectivement eu un impact sur les rendements dans les autres pays. Partant de ce constat, nous prenons comme hypothèse de simulation qu'à une hausse de 100 points de base (pb) de la PT aux États-Unis correspond une hausse de 40 pb de la PT en zone euro. Nous évaluons l'impact global (et les canaux de transmission) de ce choc de PT américaine sur l'économie de la zone euro à l'aide d'un modèle semi-structurel global – [The Flexible System of Global Models - FSGM](#).

Décompression de la prime de terme US : simulation modélisée

Pour une analyse simple et transparente, nous supposons que la Fed ne réduit pas immédiatement les taux d'intérêt à court terme afin de contrebalancer le choc de hausse de la PT, et que la BCE maintient le taux nominal à court terme à un niveau inchangé sur deux ans. Pour fixer une limite supérieure aux possibles effets de débordement, nous supposons que la BCE ne réagit pas à la hausse de la PT de la zone euro en prolongeant ses achats d'actifs ou en indiquant qu'elle retarderait encore son premier relèvement de taux. L'impact du choc serait plus modéré si, aux

États-Unis comme en zone euro, la politique monétaire était activement utilisée pour contrebalancer l'impact négatif du choc de hausse de PT sur l'inflation.

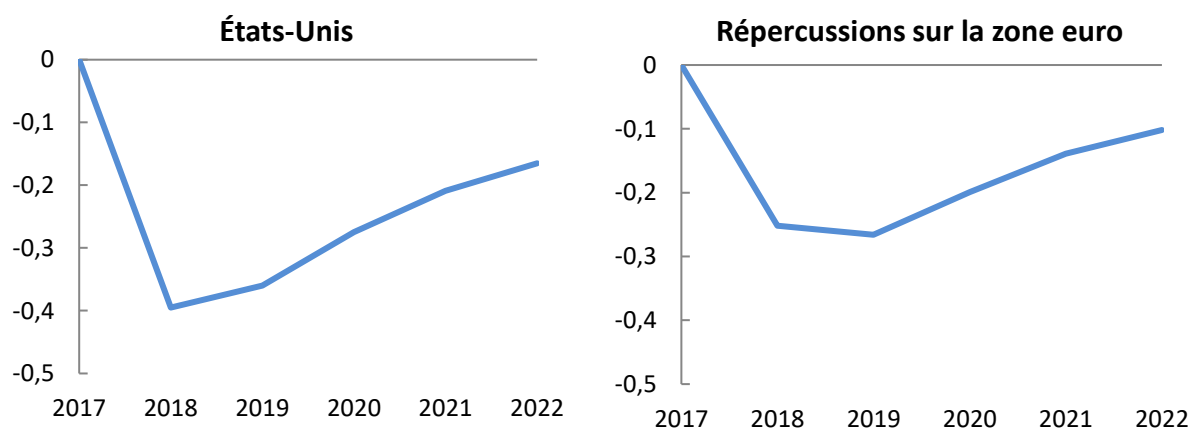
Le choc de prime de terme ferait baisser l'activité aux États-Unis

Notre simulation montre que la hausse de 100 pb de la PT aux États-Unis entraînerait une baisse de la consommation et de l'investissement en raison d'une augmentation des coûts d'emprunt à long terme : la croissance du PIB serait réduite de 0,4 pp au bout d'un an par rapport au scénario de référence (cf. figure 2). Le recul de la demande intérieure entraînerait une baisse de l'inflation (- 0,27 pp), les effets négatifs du choc étant amplifiés par notre hypothèse d'orientation inchangée de politique monétaire de la Fed.. D'après l'équation du modèle FSGM relative au taux de change, une hausse de la PT augmenterait le taux réel à long terme, entraînant une appréciation du dollar.

Répercussions négatives sur la zone euro

Comme le montre la figure 2, la hausse de la PT américaine aurait des effets négatifs sur la zone euro également. La diminution de la demande de biens étrangers de la part des États-Unis réduirait les exportations de la zone euro, ce qui pousserait l'inflation de la zone euro à la baisse, mais dans une moindre proportion qu'aux États-Unis. On prend comme hypothèse que la BCE ne contrebalance pas la baisse de l'inflation par une baisse de ses taux directeurs, ce qui augmente le taux d'intérêt réel. Il en résulte une légère appréciation du taux de change effectif réel, amplifiant l'impact négatif de la baisse de la demande aux États-Unis sur les exportations.

Figure 2 : Réaction du PIB en volume aux US et dans la ZE à un choc de prime de terme (différence en pourcentage par rapport au scénario de référence)



Note : Réponses à un choc de 100 pb sur la prime de terme aux États-Unis.

En outre, l'interconnexion financière joue également un rôle essentiel dans le ralentissement de la demande en zone euro. Nous supposons ici que compte tenu de la forte interconnexion des marchés financiers entre les États-Unis et la zone euro, les effets négatifs sur les conditions financières dans la zone euro sont plus importants que dans la moyenne de l'ensemble des autres économies du monde.

Nous prenons comme hypothèse une hausse de 40 pb de la PT dans la zone euro et aucune hausse dans les autres pays. Ainsi, la hausse de la PT, amplifiée par l'hypothèse d'absence de réponse de la politique monétaire de la zone euro, entraînerait une hausse des taux réels à court comme à long terme. La hausse des taux réels augmenterait le coût de l'emprunt et rendrait l'épargne plus avantageuse, entraînant un recul de, respectivement, 0,85 pp et 0,2 pp de l'investissement et de la consommation en zone euro par rapport au scénario de référence. Le taux de change effectif réel s'apprécierait encore plus.

En résumé, cet exercice de simulation indique qu'une hausse de 100 pb de la PT aux États-Unis réduirait de 0,25 pp la croissance du PIB de la zone euro sur l'année du choc, en l'absence de réponse de la Fed et de la BCE. Toutefois, compte tenu de l'impact négatif du choc de prime de terme sur l'inflation, les banques centrales de ces deux économies sont susceptibles de réagir en assouplissant leurs politiques monétaires respectives, toutes choses égales par ailleurs.