

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

Les déterminants des comouvements des rendements boursiers et obligataires

par Lieven Baele, Geert Bekaert et Koen Inghelbrecht

NBB Working Paper No 119 - Research Series

Aux États-Unis, les rendements boursiers et obligataires ont affiché une corrélation d'environ 19 p.c. en moyenne durant la période après 1968. La variation substantielle de cette corrélation dans le temps entre rendements boursiers et obligataires constitue indubitablement un phénomène empirique plus surprenant. Pendant la période considérée, les auteurs distinguent une période de 5 ans durant laquelle la corrélation entre les rendements boursiers et obligataires a atteint 75 p.c. et une autre pendant laquelle elle s'est établie à - 60 p.c. Sans une estimation de la variation temporelle des corrélations basée sur un modèle formel de fondamentaux, l'on ne peut considérer que cette variation temporelle considérable soit incompatible avec une fixation rationnelle du prix des actifs. Ainsi, il a déjà été souvent question récemment de la corrélation négative entre les rendements boursiers et obligataires. Toutefois, un certain nombre de changements notables ont dernièrement affecté tant l'économie réelle que le processus d'inflation. Ainsi, aux États-Unis, il est de notoriété que la production et la volatilité de l'inflation ont considérablement diminué depuis 1985. Si les actions et les obligations sont pareillement exposées à de tels facteurs économiques, leur corrélation devrait aussi s'être réduite. L'on peut également concevoir que ces changements notables aient affecté l'aversion au risque, elle-même susceptible d'exercer une influence en sens opposé sur les actions et les obligations. S'il est difficile de trouver des facteurs économiques qui induiraient un recul net et soudain des corrélations entre les rendements obligataires et boursiers jusqu'à les rendre négatives, il est néanmoins utile de quantifier la part des mouvements dans les corrélations qui peut être attribuée aux fondamentaux de l'économie. C'est ce que cette étude se propose d'examiner par le biais d'un modèle factoriel dynamique avec fondamentaux.

Les auteurs s'appuient sur un grand nombre de variables d'état économiques et sur un grand nombre de spécifications de modèle, dont certaines comportent des restrictions structurelles limitées. Les variables d'état économiques retenues incluent non seulement les taux d'intérêt, l'inflation, la croissance de la production et les versements de dividendes, mais aussi des mesures de l'aversion "fondamentale" au risque et de l'incertitude macroéconomique issues d'enquêtes relatives à l'inflation et aux prévisions de croissance du PIB. Afin d'identifier les chocs des facteurs économiques, les auteurs spécifient différents modèles dynamiques de variables d'état, en ce compris des modèles auto-régressifs vectoriels (VAR), avec volatilités situationnelles et des VAR à changement de régime. Ils envisagent des modèles non structurels de variables d'état, ainsi qu'un modèle comportant des restrictions structurelles, inspiré des modèles néo-keynésiens standard récents. La variation temporelle des corrélations entre les rendements boursiers et obligataires résulte soit de l'hétéroscédasticité présente dans le modèle de variables d'état, soit dans certaines spécifications de la variation temporelle des expositions aux facteurs.

Néanmoins, les auteurs n'ont pu établir de correspondance satisfaisante avec les corrélations entre les rendements boursiers et obligataires. Un certain nombre des modèles présentent une correspondance satisfaisante avec la corrélation inconditionnelle entre les actions et les obligations. Les modèles qui incluent des mesures de l'aversion au risque ou de l'incertitude macroéconomique sont nettement plus performants que les modèles qui ne le font pas, ce qui suggère que la variation commune des primes de risque est une composante essentielle de tout modèle de corrélation entre les rendements boursiers et obligataires. Les auteurs constatent également que les performances des modèles de fondamentaux s'améliorent lorsque les chocs des facteurs économiques sont "structurellement" identifiés au moyen d'un modèle néo-keynésien. Les modèles retenus basés sur les fondamentaux font apparaître, conformément à la physionomie des données, des corrélations positives jusqu'à la fin des années 1980, et des corrélations plus faibles et même négatives par la suite. Toutefois, dans la mesure où ils n'utilisent que des fondamentaux, ces modèles ne permettent pas de mettre en correspondance le moment et l'amplitude des mouvements dans les corrélations.

Dans la dernière section, les auteurs examinent certaines des sources potentielles non fondamentales des dites corrélations. Ils constatent que les résidus croisés des modèles pèsent considérablement sur l'incertitude et la volatilité sur les marchés boursiers. Si ce résultat est de nature à confirmer l'existence d'un phénomène de report sur les valeurs sûres, il peut aussi simplement indiquer que des modèles expliquant mieux les fluctuations du marché boursier peuvent aussi contribuer à saisir les corrélations entre les rendements boursiers et obligataires. Les auteurs examinent également certains facteurs de liquidité. Ceux-ci sont de plus en plus considérés comme des éléments essentiels dans la fixation du prix des actifs. Bien que les corrélations soient modélisées sur une base trimestrielle, l'illiquidité du marché boursier semble pouvoir expliquer, dans une large mesure, la partie des corrélations entre les rendements boursiers et obligataires qui n'est pas expliquée par les modèles de fondamentaux retenus. Les auteurs supposent qu'un modèle combinant des facteurs de liquidité de fréquence élevée et des facteurs fondamentaux de fréquence plus faible peut expliquer avec plus de succès les mouvements dans les corrélations entre les rendements boursiers et obligataires.