

2014-03-31

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

Contenu informatif de la structure par termes des taux d'intérêt: une approche macrofinancière
par Hans Dewachter, Leonardo Iania et Marco Lyrio

NBB Working Paper No 254 - Research Series

La structure par termes des taux d'intérêt est depuis longtemps considérée comme une source potentielle d'informations sur les évolutions macroéconomiques à venir. La meilleure illustration de cette vision répandue concernant la caractéristique prédictive de la courbe des rendements réside dans la théorie des attentes. Selon cette théorie, l'inclinaison de la courbe des rendements reflète les attentes des intervenants de marché quant à la trajectoire future moyenne des taux d'intérêt à court terme. Dans une telle optique, il semble logique de recourir à la courbe des rendements pour émettre des prévisions quant aux agrégats macroéconomiques tels que l'activité économique réelle et l'inflation.

Dans le modèle de la théorie des attentes, les rendements obligataires sont exclusivement déterminés par la trajectoire anticipée des taux d'intérêt à court terme et intègrent une composante de prime de terme nulle ou constante. Or, si les rendements obligataires sont en partie constitués de primes de terme variables dans le temps, non seulement la théorie des attentes ne tient pas, mais le contenu informatif de la courbe des rendements quant aux agrégats macroéconomiques pourrait s'en ressentir. Aussi, déterminer la contribution des composantes des rendements obligataires que sont les anticipations et la prime de terme pourrait permettre, d'une part, d'interpréter avec plus de précision la dynamique de la structure par termes des taux d'intérêt et, d'autre part, d'établir de meilleures variables informatives utiles aux projections macroéconomiques.

La présente étude analyse l'échec de la théorie des attentes et ses conséquences pour les projections macroéconomiques. Elle adopte le modèle macrofinancier étendu (Extended Macro-Finance model) mis au point par Dewachter et Iania (2011), qui complète les modèles macrofinanciers ordinaires de la structure par termes des taux d'intérêt en y ajoutant trois facteurs financiers et deux tendances stochastiques. Les deux premiers facteurs financiers traduisent les tensions financières à l'œuvre sur le marché financier, tandis que le troisième isole les variations temporelles des primes de risque des obligations. Les deux tendances stochastiques permettent de parvenir à des processus hautement persistants qui appréhendent les variations temporelles des anticipations d'inflation à long terme et du taux réel d'équilibre, deux composantes essentielles des anticipations relatives aux taux d'intérêt à long terme. Elle examine, sous l'angle de ce modèle macrofinancier, deux éléments pertinents liés à l'échec de la théorie des attentes, à savoir la dynamique des primes de risque des obligations et le contenu informatif de l'écart de terme ainsi que des anticipations et de la prime de terme en vue d'établir des projections en matière d'activité économique et d'inflation.

Les contributions de la présente analyse à la littérature macrofinancière actuelle sont multiples. Premièrement, elle montre que le modèle macrofinancier étendu est capable d'extraire des estimations raisonnables de la dynamique de la prime de terme. La dynamique de la prime de terme utilisée aux fins de l'analyse est semblable à celle de Kim et Wright (2005), qui est considérée par Rudebusch, Sack et Swanson (2007) comme la mesure la plus représentative parmi les cinq mesures que ces auteurs ont examinées. Pour ce faire, il est recouru à un facteur unique à titre de principal moteur des primes de risque des obligations qui reproduit l'essentiel de la corrélation au niveau du rendement excédentaire réalisé. Ce facteur est comparable au facteur de prévision du rendement proposé par Cochrane et Piazzesi (2005), le facteur CP, qui est cependant extrait en recourant à des régressions prédictives *ad hoc*. En comparaison du rendement excédentaire réalisé, les primes de risque tirées du modèle utilisé ici ne sont pas entachées d'un biais et génèrent une adéquation à l'échantillon et des prévisions hors échantillon conformes à celles obtenues par la méthode de Cochrane et Piazzesi (2005).

Deuxièmement, l'analyse montre (i) que les anticipations relatives aux obligations à court terme sont principalement portées par les chocs de politique monétaire, tandis que celles liées aux obligations à long terme sont influencées par tous les chocs macroéconomiques, en particulier les chocs d'inflation persistants et (ii) que les évolutions de la prime de terme sont essentiellement associées à des chocs financiers, avec une incidence limitée des chocs de liquidité et de taux directeurs. Ces résultats montrent que la pertinence de l'introduction de critères stochastiques et de la dynamique des primes de risque dans un modèle macrofinancier ne se limite pas à renforcer la fiabilité de la courbe des rendements, mais est également essentielle pour identifier les anticipations des rendements obligataires et la prime de terme.

Troisièmement, il ressort de l'analyse que, s'il est essentiel de décomposer l'écart de terme entre anticipations, d'une part, et prime de terme, d'autre part, pour prévoir les variations de l'inflation, cette décomposition est moins pertinente lorsqu'il s'agit d'émettre des projections relatives à l'activité réelle. Les résultats de l'analyse laissent à penser que recourir à l'écart de terme pour inférer les variations futures de l'inflation (en se fondant par exemple sur l'hypothèse de Fisher) pourrait ne pas générer le résultat escompté, parce que le contenu informatif de l'écart de terme est influencé par la présence de la composante de la prime de risque. Ce constat est demeuré constant durant la décennie écoulée et résiste à l'inclusion de variables de contrôle. En ce qui concerne les mesures de l'activité réelle, comme la croissance du PIB en volume ou l'écart de production, la décomposition de l'écart de terme revêt une moindre importance. S'agissant de la croissance du PIB, l'analyse montre que l'augmentation du R^2 ajusté n'est généralement pas statistiquement significative. Quant à l'écart de production, les résultats sont partagés. Lorsque l'écart de terme est utilisé comme unique variable prédictive, la décomposition entre les anticipations et la prime de terme accroît nettement le contenu prédictif de l'écart de production. En revanche, cette amélioration disparaît dès lors que l'on introduit des variables de contrôle pour la valeur actuelle de l'écart de production et du taux d'intérêt à court terme. L'analyse montre par ailleurs, exemples à l'appui, que la décomposition de l'écart de terme a perdu de sa capacité projective pour les deux mesures de l'activité réelle au cours de la dernière décennie.