

2014-06-19

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

Analyse macrofinancière du marché des emprunts publics de la zone euro

par Hans Dewachter, Leonardo Iania, Marco Lyrio et Maite de Sola Perea

NBB Working Paper No 259 – Research Series

Le début de la troisième phase de l'Union économique et monétaire européenne en 1999 a induit une convergence sans précédent des rendements des emprunts publics des pays de la zone euro, les écarts subsistants étant à mettre principalement sur le compte de divergences entre les pays sur les plans des risques de crédit et de liquidité. Cela étant, le creusement des écarts de rendement des emprunts publics, particulièrement depuis 2011, a soulevé des interrogations concernant les forces motrices de cette dynamique. La présente étude effectue une estimation de la composante fondamentale des écarts de rendement des emprunts publics dans la zone euro, à savoir la partie qui s'explique par des facteurs économiques nationaux, des fondamentaux économiques de la zone euro et des influences internationales. La part résiduelle (non fondamentale) intègre des effets liés à l'incertitude sur le plan de la liquidité et à l'incertitude politique, outre d'autres facteurs communs qui pourraient fournir une approximation du risque de redénomination, à savoir l'éventualité qu'un pays au moins quitte la zone euro. La décomposition des écarts de rendement est obtenue en étendant l'approche proposée par Joslin, Singleton, et Zhu (2011) à un modèle multi-marchés et en incorporant une série de facteurs macroéconomiques dits « unspanned » (c'est à dire dont la valeur n'est pas une combinaison linéaire de la courbe des rendements), comme dans Joslin, Pribsch et Singleton (2013).

Le modèle proposé s'intègre dans la littérature des modèles affines fondés sur la structure par terme des taux d'intérêt sans arbitrage et à émetteurs multiples et se distingue des études existantes en au moins deux points. Primo, les auteurs cherchent à déterminer la composante fondamentale des écarts de rendement des emprunts publics en recourant à un ensemble assez étendu de facteurs macroéconomiques observables. Secundo, ils adoptent une méthodologie relativement flexible et simple qui pallie la quasi-totalité des inconvénients des modèles affines fondés sur la structure par terme. L'un de ces désavantages tient au fait que la formulation ordinaire implique que les facteurs de risque macroéconomique peuvent être exprimés comme une combinaison linéaire des rendements des emprunts publics (*spanned by bond yields*). Cette condition est toutefois très largement rejetée par une analyse de régression ordinaire, qui montre qu'il n'existe pas de relation parfaitement linéaire entre les rendements et les variables macroéconomiques.

Les auteurs appliquent le modèle aux données des courbes des rendements de la Belgique, de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et de l'Espagne entre 2005 et 2013. Ils estiment séparément cinq modèles à deux marchés dans lesquels le taux des *swaps* de taux d'intérêt au jour le jour (OIS) sert de taux de référence; il s'agit, en d'autres termes, du marché de référence. Ils recourent à quatre facteurs de fixation de prix dits « spanned » calculés comme des combinaisons linéaires de rendements. Deux de ces facteurs sont utilisés pour s'ajuster à la courbe des rendements de l'OIS et les deux autres pour s'ajuster aux différentiels de rendement des emprunts publics du pays. Afin de déterminer l'effet de variables macroéconomiques et financières spécifiques dans la dynamique des écarts de rendement, les auteurs estiment un modèle vectoriel autorégressif combinant les facteurs « spanned » à neuf facteurs « unspanned ». Cinq d'entre eux représentent des facteurs fondamentaux nationaux, des indicateurs économiques de la zone euro et d'autres influences internationales. Les quatre autres facteurs capturent la composante non fondamentale de l'écart de rendement des emprunts publics, comme les primes de liquidité, l'incertitude politique et la dynamique commune des écarts de rendement des emprunts publics dans la zone euro.

Les auteurs observent que les facteurs de risques tant économiques que non fondamentaux constituent d'importantes sources des variations des écarts de rendement des emprunts publics. Les chocs non fondamentaux sont la principale source des variations des écarts de rendement des emprunts publics pour les évolutions à fréquence élevée (à un horizon inférieur ou égal à un mois). Bien que l'influence des chocs non fondamentaux décroisse pour la dynamique à moindre fréquence (par exemple annuelle) des écarts de rendement, ces chocs sont, pour tous les pays, responsables d'au moins 20 % des variations des écarts de rendement, quelle que soit la maturité ou la fréquence. Les chocs sur les fondamentaux économiques, pour leur part, gagnent en importance à mesure qu'augmente l'horizon des prévisions, c'est-à-dire pour les évolutions de plus petite fréquence. Enfin, une décomposition historique des écarts de rendement des emprunts publics montre que, de manière générale, les fondamentaux économiques demeurent les principaux moteurs des écarts de rendement. Il n'en reste pas moins que les chocs non fondamentaux ont exercé une incidence notable sur les écarts de rendement, en particulier depuis septembre 2011.