

Les annonces macroéconomiques orientent-elles encore le marché obligataire américain?

Dans les années 90, les plus fortes fluctuations de cours des titres du Trésor américain se sont généralement produites lors de la publication de statistiques macroéconomiques. Théoriquement, le rendement (et donc la cotation) d'une valeur à revenu fixe, dénuée de tout risque de défaillance, reflète l'anticipation par le marché de la trajectoire de taux courts sans risque pour la durée de vie résiduelle de l'instrument concerné. Quant aux principaux facteurs qui modifient ces anticipations, il s'agit d'évolutions macroéconomiques qui induisent des attentes nouvelles vis-à-vis des taux d'intérêt réels ou de l'inflation, notamment à travers la politique monétaire. Dans cet ordre d'idées, Fleming et Remolona (1999) constatent que les vingt-cinq plus importants mouvements à court terme du titre du Trésor américain à cinq ans, sur une période d'un an allant d'août 1993 à août 1994, ont toujours coïncidé avec une annonce macroéconomique.

Selon un autre point de vue, les fluctuations de rendement des titres sans risque s'expliqueraient par des modifications, imputables à la liquidité, de la demande de valeurs à revenu fixe par rapport à d'autres actifs. Ainsi, la volatilité des cours des actions serait susceptible de générer des flux de portefeuille à court terme entre marchés des actions et des obligations. Ces facteurs liés à la demande devraient surtout prédominer sur les marchés relativement peu liquides. Même si le marché du Trésor américain reste l'un des plus liquides au monde, Fleming (2000) observe que, d'après différents critères, sa liquidité diminue depuis quelques années, en partie à cause de la réduction des émissions. La conjonction de ces deux éléments - volatilité accrue des actions et liquidité moindre des titres du Trésor - conduit certains à affirmer que les variations des obligations sont moins dépendantes désormais de l'évolution macroéconomique.

Cette étude cherche à déterminer dans quelle mesure les effets d'annonce et les fortes fluctuations à court terme des actions se sont accompagnés d'amples mouvements soudains de la cotation du titre du Trésor à cinq ans en 1999²¹. Cinq grandes conclusions se dégagent. Premièrement,

En 1999, les annonces ont continué d'influer sur les cours des obligations

²¹ Des données plus récentes sur les titres du Trésor n'étaient pas encore disponibles au moment de l'étude.

les principales variations sur le marché du Trésor étaient encore associées à des nouvelles macroéconomiques, mais l'éventail des éléments ayant un impact sensible s'est élargi. Deuxièmement, les annonces entraînaient toujours une volatilité des cotations supérieure à la moyenne. Troisièmement, l'effet de surprise était plus faible qu'auparavant. Quatrièmement, la réaction à des résultats inattendus du nombre des emplois non agricoles, indicateur le plus important, n'allait plus systématiquement dans la même direction, alors que, pour des chiffres d'inflation comportant un élément de surprise, elle correspondait au schéma antérieur. Enfin, rien n'indique que l'évolution des cours des obligations en 1999 ait été influencée par d'amples variations des cours des actions.

Fluctuations du titre à cinq ans en 1999

Les données utilisées émanent de GovPX, Inc., société en participation de spécialistes en valeurs du Trésor et courtiers intermédiaires américains. Elles renseignent sur chaque cotation ainsi que sur chaque opération d'achat ou de vente effectuée sur ce marché via l'un des cinq premiers courtiers intermédiaires (sur six). L'étude porte sur le titre à cinq ans le plus récent, qui fait l'objet d'échanges actifs avec, selon GovPX, une moyenne de 535 transactions par jour en 1999, ce qui marque une baisse de 19% par rapport à 1993-94.

L'étude suit, dans la mesure du possible, la méthode empirique de Fleming et Remolona (1999), mais se concentre sur les quatre statistiques considérées par ces auteurs comme les plus importantes: emploi (essentiellement hors agriculture), indice des prix à la production (IPP), indice des prix à la consommation (IPC) et indicateur avancé des ventes de détail²². Ces quatre nouvelles «majeures» sont diffusées à 8 h 30 précises, heure de New York. Pour garantir que les fluctuations du titre sont imputables à l'annonce, l'évolution de la cotation est examinée sur une courte période, commençant juste avant 8 h 30 et se terminant juste avant 8 h 35.

Principales fluctuations

En 1999, chacune des 25 variations les plus amples, sur cinq minutes, a coïncidé avec une annonce particulière. De plus, elles se sont toutes produites à la suite de nouvelles concernant directement la politique monétaire américaine ou bien l'évolution économique aux États-Unis, qui renseignaient indirectement sur cette politique. Cette année-là, les phénomènes économiques survenus hors de ce pays n'ont guère influé sur les valeurs du Trésor.

Les annonces ont déclenché d'amples fluctuations

²² Fleming et Remolona (1999) soulignent également l'importance de l'annonce, par la Fed, du résultat de la réunion du Comité fédéral de l'open market (CFOM). La présente étude ne l'a pas prise en compte, car, pour chacune des huit annonces de 1999, la mesure de politique monétaire avait été correctement prévue. En d'autres termes, même si ces annonces ont continué parfois à influencer sur le marché obligataire, elles n'ont pas comporté d'élément de surprise.

Plus précisément, quatre des 25 fluctuations majeures ont correspondu à l'annonce du taux-objectif des fonds fédéraux et deux à des commentaires d'Alan Greenspan, Président de la Réserve fédérale. Les 19 autres étaient liées à neuf paramètres statistiques différents concernant la situation de l'économie américaine. Les effets d'annonce les plus fréquents ont été le rapport sur l'emploi (5 fois) ainsi que les indices des prix à la consommation et à la production (3 fois chacun).

La comparaison des principales variations en 1999 par rapport à celles de la période antérieure fait apparaître plusieurs différences. Premièrement, l'éventail des annonces est plus large; en 1993-94, 7 indicateurs seulement étaient à l'origine des 25 plus fortes fluctuations, contre 11 en 1999. Deuxièmement, alors que les quatre effets d'annonce majeurs avaient induit 19 fluctuations en 1993-94, ils n'en ont provoqué que 11 en 1999. Troisièmement, les chiffres de l'emploi semblent avoir moins d'influence: alors qu'ils avaient occasionné 10 fluctuations sur 25, dont les quatre plus grandes en 1999, ils n'ont causé que 5 des 25 plus larges variations, même si les mouvements classés deuxième, troisième et cinquième leur ont été imputables.

Ampleur des effets d'annonce en 1999 ¹				
Classement	Date	Heure	Ampleur ²	Annonce
1	30 juin	14 h 15	74,3	Taux-objectif des fonds fédéraux
2	5 mars	08 h 30	52,7	Emploi
3	3 septembre	08 h 30	41,8	Emploi
4	14 mai	08 h 30	40,8	Indice des prix à la consommation
5	6 août	08 h 30	39,1	Emploi
6	22 juillet	11 h 00	38,8	Audition de Greenspan
7	29 avril	08 h 30	36,5	Indice du coût de l'emploi
8	18 mai	14 h 15	35,2	Taux-objectif des fonds fédéraux
9	22 juillet	11 h 05	29,8	Audition de Greenspan
10	8 janvier	08 h 30	29,4	Emploi
11	15 octobre	08 h 30	26,7	Indice des prix à la production
12	1 ^{er} juin	10 h 00	26,2	Indice NAPM ³
13	10 novembre	08 h 30	24,2	Indice des prix à la production
14	5 novembre	08 h 30	24,1	Emploi
15	29 juillet	08 h 30	23,1	Indice du coût de l'emploi
16	13 janvier	07 h 40	22,1	Indice des prix à la production
17	30 avril	08 h 30	21,8	PIB et déflateur du PIB
18	30 juin	15 h 00	21,5	Taux-objectif des fonds fédéraux
19	1 ^{er} octobre	10 h 00	21,3	Indice NAPM ³
20	28 mai	10 h 00	20,6	Indice de confiance (Université du Michigan)
21	14 mai	09 h 15	20,5	Production industrielle
22	16 juin	08 h 30	20,4	Indice des prix à la consommation
23	25 février	16 h 00	19,2	Ventes de logements anciens
24	15 septembre	08 h 30	19,0	Indice des prix à la consommation
25	16 novembre	14 h 15	18,8	Taux-objectif des fonds fédéraux

¹ Variation de la cotation sur cinq minutes, par ordre décroissant. ² En points de base. ³ National Association of Purchasing Management.

Sources: Bloomberg; GovPX, Inc.; calculs BRI. Tableau 1

Enfin, des nouvelles qui n'avaient pas déclenché de variations sensibles en 1993-94 ont eu ensuite un rôle important. Ainsi, la publication de l'indice du coût de la main-d'œuvre et celle de l'indice NAPM (National Association of Purchasing Management: Association nationale des responsables des achats) ont été à l'origine de deux des plus fortes fluctuations de 1999.

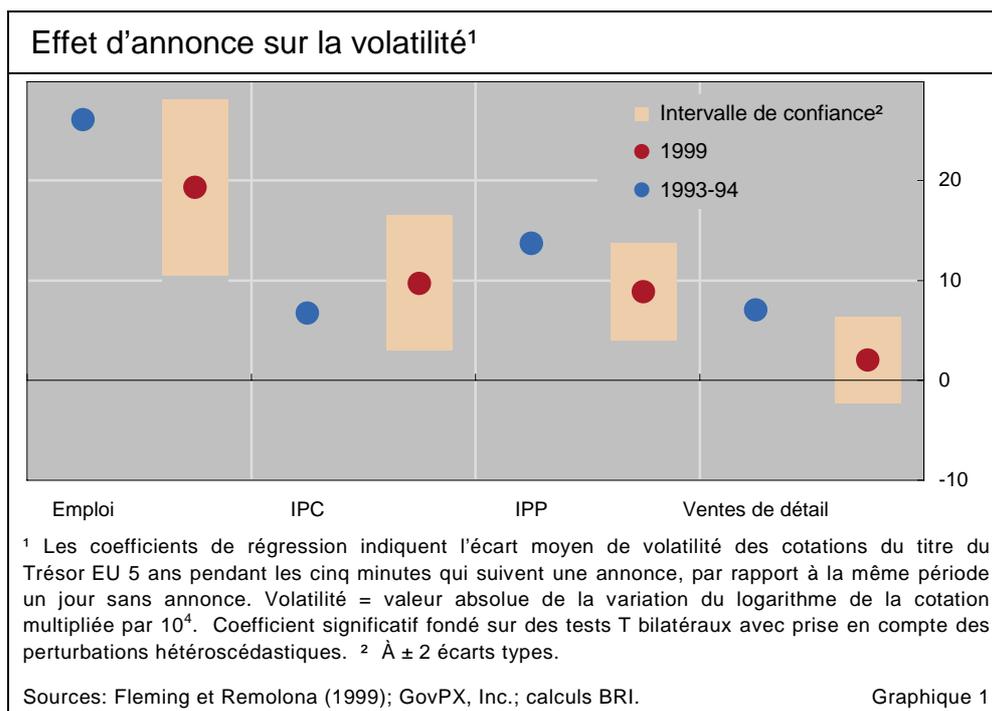
Effets d'annonce et volatilité

Dans l'ensemble, certaines annonces fournissent aux intervenants davantage d'informations, de sorte que la réaction type devrait varier en fonction de la statistique publiée.

Sachant que les quatre indicateurs pris en compte dans cette étude sont rendus publics à 8 h 30, il est possible de déterminer celui qui a le plus d'influence en analysant l'ampleur de la fluctuation à cette heure-là. Cette ampleur correspond à la valeur absolue de la variation du logarithme de la cotation entre 8 h 30 et 8 h 35, le cours étant défini comme le point médian entre cours acheteur et vendeur. Pour chacune des 250 séances boursières de la période-échantillon, il a été procédé à une régression de cet indicateur de volatilité par rapport à quatre variables fictives, correspondant à chaque annonce, considérées comme égales à 1 le jour de l'annonce.

La régression effectuée avec les données de 1999 indique que la publication du rapport sur l'emploi génère la plus forte volatilité, avec un peu moins de 20 points de base. L'effet de l'IPP et de l'IPC est environ deux fois moindre. Ces résultats sont comparables à ceux obtenus pour 1993-94. Sur le plan statistique, les coefficients estimés pour les chiffres de l'emploi, l'IPP et l'IPC ne diffèrent pas sensiblement des estimations ponctuelles prises en compte pour la période précédente. La seule différence se situe au niveau de

Accentuation de la volatilité juste après l'annonce



l'impact des ventes de détail: variation de 7 points de base en 1993-94, alors qu'en 1999 aucun accroissement statistiquement significatif de la volatilité n'a été constaté le jour de l'annonce.

Valeur informative des annonces

La section précédente montre que les annonces induisent un accroissement de la volatilité des cours. Dans la mesure où les marchés sont efficients, on pourrait s'attendre à ce que ces fluctuations rapides ne reflètent que les nouvelles contenues dans les informations.

Aux fins de cette étude, ce qui est «nouveau» dans une annonce constitue l'élément de surprise, défini comme l'écart entre la valeur effective publiée et la valeur médiane prévue²³. On calcule ensuite l'ampleur moyenne des surprises en 1999, pour chacun des quatre indicateurs. La comparaison de ces moyennes et de celles figurant dans la précédente étude indique que les annonces sont plus prévisibles. Ainsi, en 1999, l'ampleur moyenne de l'élément de surprise pour les prix à la consommation, les prix à la production et les ventes de détail était, respectivement, inférieure de 10, 21 et 50% en valeur absolue par rapport à 1993-94. L'exception notable réside dans les chiffres de l'emploi, pour lesquels pratiquement aucun changement n'apparaît.

Il existe au moins deux explications à cette réduction apparente de l'élément de surprise: premièrement, la capacité de prévision des intervenants, qui se serait améliorée; deuxièmement, la communication financière, qui complète peut-être mieux les indicateurs macroéconomiques. Dans les deux cas, il est donc possible que ces indicateurs apportent moins d'informations nouvelles.

Effets d'annonce et fluctuations des cours

La question qui se pose naturellement est de savoir si les cours des obligations intègrent de la même manière qu'auparavant les informations nouvelles. Ces dernières ont-elles encore tendance notamment à orienter les cours dans une direction et des proportions prévisibles?

À cet effet, il a été procédé à la régression de la variation, sur cinq minutes, du logarithme de la cotation du titre du Trésor pour les quatre indicateurs²⁴. L'échantillon a été limité aux 42 séances au cours desquelles

Les surprises ont été plus modestes en 1999 qu'en 1993-94

²³ Selon cette définition, les chiffres indiquent une absence de distorsion statistique en 1999 dans les prévisions relatives aux quatre indicateurs macroéconomiques. Les surprises se sont réparties de manière relativement uniforme entre valeurs positives et négatives, et l'élément de surprise moyen, pour chaque indicateur, a été nettement inférieur à son écart type. Fleming et Remolona (1999) n'ayant pas donné d'informations sur la ventilation de ces surprises, il n'est pas possible de déterminer si, en 1993-94, les prévisions constituaient des estimations sans distorsion des valeurs annoncées.

²⁴ Pour déterminer si les fluctuations pourraient être uniquement imputables à l'effet d'annonce, les régressions ont intégré au préalable la composante prévisionnelle de l'annonce. Sur le plan statistique, aucune des quatre valeurs attendues n'était sensiblement différente de zéro.

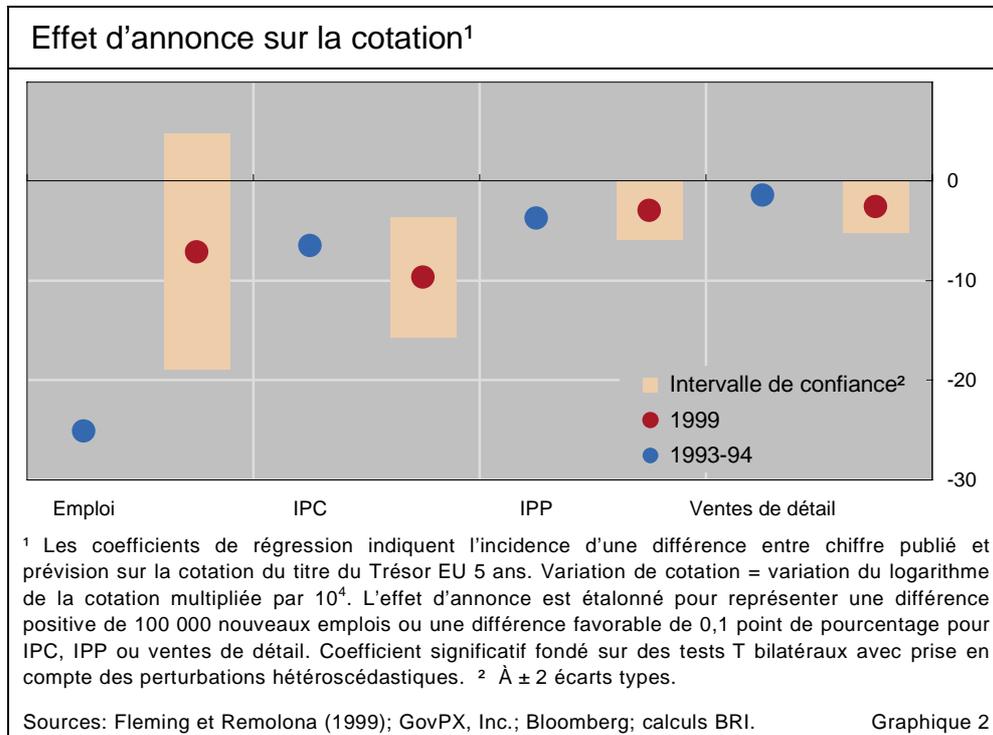
une annonce au moins a été effectuée, les variables ayant été fixées à zéro pour les séances sans annonce. Les résultats obtenus pour 1993-94 et 1999 ont ensuite été étalonnés, de manière à refléter les éléments de surprise de même ampleur. Les coefficients représentent la variation de cotation estimée après l'annonce d'une surprise positive: par exemple, 100 000 nouveaux emplois non agricoles annoncés ou une évolution favorable de 0,10% des prix à la consommation, des prix à la production ou des ventes de détail.

Par surprise, on entend que les valeurs positives indiquent soit que l'économie réelle (emploi et ventes) affiche de meilleurs résultats que prévu, soit que les prix (à la consommation et à la production) sont supérieurs aux attentes. Par conséquent, toute surprise positive devrait renforcer les anticipations de resserrement monétaire et provoquer un repli immédiat des valeurs du Trésor. Cette corrélation négative attendue entre les éléments de surprise et les fluctuations de cours a été observée dans l'étude précédente pour la plupart des annonces, mais elle était particulièrement accentuée pour les emplois non agricoles.

La différence peut-être la plus significative entre les deux périodes est l'absence, en 1999, de réaction cohérente du marché à des résultats inattendus des emplois non agricoles. En 1993-94, des chiffres favorables (100 000 emplois en plus) avaient fait reculer de 25,11 points de base la cotation du titre. En 1999, par contre, la réaction n'a pas été, statistiquement, différente de zéro. Or, il a été précisé plus haut que, sur cette dernière période, la publication de cet indicateur s'est accompagnée d'importantes variations en valeur absolue, ce qui signifie que les fluctuations liées aux effets d'annonce n'ont plus évolué dans la même direction.

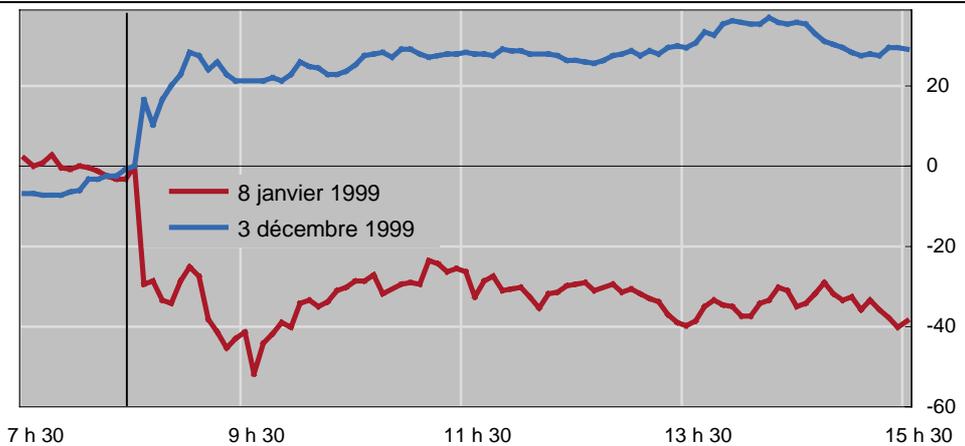
Les bonnes surprises renforcent les anticipations de rigueur monétaire

La réaction du marché au rapport sur l'emploi a cessé d'être prévisible



Effet d'annonce divergent pour des chiffres sur l'emploi favorables¹

Variation de la cotation²



¹ Emplois non agricoles, différence entre chiffre publié et prévision. ² Mesurée, en points de base, à intervalles de cinq minutes entre 7 h 30 et 15 h 30 par rapport à 8 h 30. La ligne verticale correspond à l'annonce.

Sources: GovPX, Inc.; calculs BRI.

Graphique 3

À titre d'illustration, on peut analyser la réaction du marché obligataire à la publication des rapports sur l'emploi à des dates différentes. Les chiffres des 8 janvier et 3 décembre 1999 indiquent des créations respectives de 158 000 et 34 000 emplois de plus que prévu. Les résultats de l'étude portant sur 1993-94 laissaient envisager une baisse du titre à ces deux dates. Or, dans les cinq minutes qui ont suivi l'annonce, il a perdu 29,4 points de base dans le premier cas, mais a gagné 16,6 points dans le second.

Deuxième différence, moins flagrante, entre les deux périodes: la réaction à la publication des statistiques des ventes de détail. En 1993-94, cette réaction a été négative, mais pas statistiquement significative. Au contraire, en 1999, une bonne surprise (+0,10%) a fait baisser de 2,58 points de base le titre à cinq ans.

Enfin, en 1993-94 et 1999, les annonces positives pour les prix à la consommation ou à la production ont entraîné une baisse du titre dans des proportions globalement comparables: de bons résultats (+0,10%) des prix à la consommation ont provoqué un recul de 6,48 points en 1993-94 et de 9,64 points en 1999. Sous l'angle statistique cependant, cette estimation n'est pas sensiblement plus élevée que celle de la période précédente. L'annonce relative aux prix à la production (+0,10%) fournit des conclusions analogues: -3,73 points en 1993-94 et -2,97 points en 1999²⁵.

Les annonces positives du côté de l'inflation ont continué de peser sur l'obligataire

²⁵ Ces réactions sur cinq minutes sont considérables, étant donné que, sur 1999, la variation médiane du cours par séance a avoisiné 17 points.

Les flux d'actions orientent-ils l'obligataire?

Depuis quelques années, les cours des actions américaines sont particulièrement volatils, surtout dans le secteur technologique. Cette volatilité engendre, sur ces marchés, d'importantes variations des flux de capitaux à court terme. Le marché des valeurs du Trésor américain constituant une solution de repli naturelle pour les détenteurs d'actions, il serait logique qu'une entrée ou une sortie de capitaux sur les actions se traduise par une modification correspondante de la demande de titres du Trésor. Les cotations des actions et obligations devraient alors prendre des directions opposées, du moins à court terme.

Dans une récente étude, Fair (2001) ne décèle aucun élément étayant cette hypothèse pour 1993-94. Il constate, au contraire, que les actions et obligations ont presque toujours évolué dans la même direction après des annonces. Plus précisément, il conclut que 16 des 17 fortes fluctuations sur l'obligataire, pour lesquelles il dispose d'informations correspondantes pour les actions, se sont accompagnées d'un mouvement dans la même direction.

Ce résultat a été confirmé pour 1999. Chacun des neuf épisodes examinés par Fair en liaison avec les quatre indicateurs considérés présente des évolutions des actions et obligations dans le même sens. Fair observe également que huit variations importantes des cours des actions n'ont été associées à aucun événement particulier et que ces fortes variations «inexpliquées» n'ont eu aucun écho sur l'obligataire. Le titre à cinq ans n'a bougé de plus d'un point de base que dans un seul de ces cas.

Actions et obligations ont continué d'évoluer dans la même direction

Conclusion

La comparaison des effets d'annonce sur le marché des valeurs du Trésor en 1993-94 et 1999 permet de penser que la publication des indicateurs macroéconomiques continue d'engendrer d'importantes fluctuations soudaines des obligations. En outre, l'éventail des statistiques entraînant des mouvements significatifs semble s'être élargi. La diffusion des chiffres sur l'emploi, l'IPC, l'IPP et les ventes de détail font toujours augmenter sensiblement la volatilité à court terme, les bonnes surprises en matière d'inflation provoquant une baisse significative sur l'obligataire. Différence notable par rapport aux résultats de 1993-94: en 1999, les éléments de surprise sur la situation de l'emploi ont effectivement provoqué de fortes fluctuations, sans qu'il soit possible d'en prévoir la direction. De plus, les surprises d'ordre macroéconomique ont été généralement moindres que précédemment. Enfin, les cours des actions et obligations ont continué d'évoluer dans le même sens après les annonces.

Bibliographie

Fair, Ray C. (2001): «Events that shook the market», *Market liquidity: proceedings of a workshop held at the BIS*, BIS Papers n° 2, Bâle, mai, pp. 9-24.

Fleming, Michael J. (2000): «Treasury market liquidity», mimeo, Banque de Réserve fédérale de New York.

Fleming, Michael J. et Eli M. Remolona (1999): «What Moves Bond Prices?», *The Journal of Portfolio Management*, été, pp. 28-38.