

La valeur informative des prix des actifs financiers

Actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en mai 1998

Vers une nouvelle mesure des attentes de taux d'intérêt au Canada : l'estimation d'une prime de terme variable

Toni Gravelle, Philippe Muller et David Stréliski

Discussion générale

Gravelle convient avec Chandler de la nécessité d'ajouter à l'avenir des variables macroéconomiques pour mieux expliquer le comportement des primes de terme. Certains des résultats de son groupe qui n'ont pas été présentés au colloque montrent que les primes de terme sont liées à la volatilité implicite des taux de change incorporée aux prix des options.

Muller indique également que des recherches empiriques sont en cours à la Banque afin d'évaluer l'effet de variables macroéconomiques sur les primes de terme. En réponse aux commentaires formulés par Alan White sur la taille de la prime incorporée au taux sûr, Stréliski fait observer qu'il peut être trompeur de se fier à une mesure historique (et fixe) de la volatilité pour évaluer la taille moyenne de la prime sur une longue période.

D'après Stréliski, la volatilité des taux d'intérêt n'est pas distribuée selon une loi normale et peut varier rapidement, ce qui pourrait expliquer en partie pourquoi les primes de terme sont elles aussi susceptibles de changer rapidement. En ce qui concerne les autres remarques formulées par White à propos de l'utilité des prévisions hors échantillon pour évaluer l'exactitude du modèle estimé, Stréliski souligne que le but premier de l'étude était non pas de mettre au point le meilleur modèle de prévision des taux d'intérêt à court terme, mais de mesurer les attentes des marchés financiers, peu importe leur fondement.

Manfred Kremer signale un problème que risque de poser l'hypothèse fondamentale de l'étude, qui veut que les variations du terme de correction d'erreurs (l'écart entre les taux d'intérêt à terme et au comptant) soient entièrement attribuables aux variations des primes de terme. D'après Kremer, il existe une hypothèse opposée selon laquelle le terme de correction d'erreurs reflète les variations des taux d'intérêt attendus, possibilité que les auteurs n'examinent pas attentivement. Toujours d'après Kremer, on pourrait obtenir des estimations plus réalistes des primes de terme en leur imposant certaines propriétés temporelles. Kremer mentionne qu'il serait intéressant de vérifier si les primes de terme ainsi calculées appuient la validité de l'hypothèse relative aux attentes implicites dans la structure par échéance des taux d'intérêt.

Lawrence Schembri s'interroge sur la sensibilité des résultats obtenus par les auteurs à l'hypothèse de racine unitaire dans les taux d'intérêt. Glen Donaldson affirme qu'il est difficile d'admettre que des taux d'intérêt contenant une racine unitaire puissent dériver de manière aléatoire alors que les taux nominaux ne peuvent devenir négatifs.

Muller se dit d'accord avec Kremer et confirme que l'étude repose sur l'hypothèse que les écarts entre les taux d'intérêt à terme et au comptant traduisent principalement les primes de terme, à l'inverse de l'hypothèse voulant qu'ils reflètent les variations des attentes. Gravelle ajoute que des travaux futurs, faisant appel au filtre de Kalman, devraient aider à distinguer les variations des taux à terme qui sont attribuables à des variations des primes de terme de celles qu'on peut imputer aux modifications des attentes. La méthode employée dans l'étude est entièrement fondée sur l'hypothèse que les taux d'intérêt renferment une racine unitaire et que l'emploi du filtre de Kalman pourrait aider à mesurer la proportion de la variance des taux d'intérêt à terme et au comptant qui est expliquée par une tendance stochastique commune, laquelle a supposément une racine unitaire.

Joel Fried mentionne que les recherches qu'il a effectuées montrent que les propriétés temporelles des taux d'intérêt ont fait l'objet de changements de régime au cours des dernières décennies, notamment en octobre 1979 et en septembre 1982, lorsque la Réserve fédérale a modifié ses modalités opérationnelles de conduite de la politique monétaire. Ces changements de régime pourraient expliquer pourquoi les tests

statistiques habituels ne permettent pas de rejeter l'hypothèse nulle de racine unitaire dans les taux d'intérêt.

Enfin, Kevin Clinton souligne la distinction à faire entre les primes de risque et les primes de terme. À son avis, les primes de terme incorporent les primes de risque, qui sont probablement très faibles (ainsi que l'indiquent White et l'étude présentée au colloque par Atta-Mensah et Yuan). De plus, les primes de terme ont une acception plus large que les primes de risque et peuvent englober des primes susceptibles de varier sensiblement en fonction de la conjoncture économique ou politique.