

Discussion générale*

Richard Lyons commence par convenir de la nécessité de représenter de façon réaliste les institutions dans le modèle. Il fait remarquer toutefois que celui-ci saisit quelques réalités importantes à cet égard, notamment le fait que les cambistes ne conservent pas de position au jour le jour et que le processus de détermination des prix se déroule sur le marché du courtage intermédiaire. Il admet qu'il est possible que des prix soient déterminés également sur le marché des transactions directes entre cambistes (plutôt que sur celui du courtage intermédiaire). Cependant, comme lui et Evans ne disposaient d'aucune information à ce sujet, ils ont représenté dans le modèle ce qu'ils pouvaient, compte tenu des limites de leurs données et des avantages d'une formulation parcimonieuse.

Pour ce qui est de la nécessité d'inclure la fonction objectif de la banque centrale, Lyons souligne que les interventions de cette dernière surprennent le marché, ce qui entraîne un ajustement des prix. Si l'on avait une fonction objectif prévisible dans le modèle, cela modifierait non pas l'effet sur les prix, mais le moment où ceux-ci se modifient.

Quant à la question de savoir si les prix s'ajustent aux modifications de l'information fondamentale ou des primes de risque (effets de portefeuille), Lyons est d'avis que le flux d'ordres est en soi une source d'information pertinente pour le marché et que la définition classique des « variables fondamentales » (qui ne retient que les annonces à caractère macroéconomique) est trop étroite. Il demande si le flux d'ordres de la banque centrale fournit de l'information sur la situation macroéconomique fondamentale. Cela ne devrait pas être le cas si le flux d'ordres est

* Le présent sommaire a été rédigé par William Barker.

stochastique. Au cours de recherches antérieures, les auteurs ont constaté que le flux d'ordres renseignait effectivement sur la situation fondamentale, mais l'information macroéconomique n'expliquait alors qu'environ 20 % du flux d'ordres. Selon leur estimation, l'effet maximal des nouvelles macroéconomiques sur le flux d'ordres serait de quelque 30 %. L'étude présentée ici fait valoir l'importance des effets de portefeuille (par opposition aux modifications des variables macroéconomiques fondamentales), mais il y a lieu de ne pas l'exagérer.

Enfin, pour ce qui est des remarques formulées au sujet de la volatilité variable des prix des actifs dans le temps et de l'incidence des primes de risque, Lyons mentionne que le modèle repose sur l'hypothèse d'une variance constante et de primes de risque invariables. Les auteurs n'ont observé aucun signe de variabilité de la volatilité dans le temps, mais cette question pourrait faire l'objet d'analyses empiriques plus poussées.

Comme on ignore si le flux d'ordres reflète des effets de portefeuille ou des modifications de la situation macroéconomique fondamentale, Schembri demande aux auteurs s'ils ont songé à effectuer une régression du flux d'ordres sur les variables fondamentales et à se servir des résidus orthogonaux de la régression dans le modèle. Lyons répond que l'échantillon ne comportait pas suffisamment d'observations — la période était trop courte, seulement quatre ans — pour que les auteurs puissent se livrer de façon valable à une régression de ce genre. Cependant, il existe maintenant des échantillons couvrant de sept à huit années, et donc assez longs pour cela. Lyons ajoute que c'est une bonne suggestion pour les travaux futurs.

Alain Chaboud demande à Lyons si le laps de temps retenu (une heure) n'est pas trop court pour saisir les effets de correction des stocks susceptibles de se manifester sur le marché. Lyons mentionne que le modèle comprend des valeurs retardées des rendements, qui témoignent d'une persistance des ajustements. Toutefois, l'ajout d'une structure de retards plus riche afin de saisir les ajustements à plus long terme ne modifie pas sensiblement les valeurs estimées des paramètres ni les conclusions auxquelles permet d'aboutir le modèle.

Chaboud fait observer qu'on dispose maintenant d'un important ensemble de données sur les interventions de la Banque du Japon et que celles-ci ne semblent pas aussi efficaces que l'indiquent les résultats de l'étude. Lyons en est bien conscient, mais il croit que cela pourrait être dû à la stratégie mise en œuvre à l'époque par la Banque du Japon, à qui il arrivait d'inverser une modification apportée à son portefeuille et donc d'annuler les effets de l'intervention précédente. Les résultats des auteurs valent pour une modification permanente du bilan de la banque centrale.

Chaboud demande pourquoi ne pas présenter tout simplement le modèle comme une étude de la persistance des effets produits par le flux d'ordres, au lieu de le définir sous l'angle des « interventions ». Le type d'intervention décrit dans le modèle est maintenant un « ensemble vide » : les banques centrales ne recourent plus aux interventions secrètes, tablant plutôt sur le signal donné par leurs interventions extrêmement visibles pour influencer sur le marché. Lyons répond que lui et Evans ont limité leur étude aux interventions secrètes et que leurs estimations ne peuvent s'appliquer aux techniques d'intervention plus visibles. D'après leurs résultats, l'effet produit sur les marchés des changes par les interventions secrètes d'une banque centrale devrait avoir approximativement l'ordre de grandeur estimé.

Asani Sarkar mentionne que l'un des éléments qui manquent dans le modèle est le sens des transactions. Il aimerait savoir si la prise en compte de cet élément aurait eu un effet sur les résultats obtenus.

Lyons réplique que les données utilisées n'indiquent pas le volume des transactions ni l'ampleur des opérations prises individuellement, mais qu'elles indiquent bel et bien le sens des transactions (c.-à-d. que les données sont affectées d'un signe positif ou négatif selon que l'instigateur de l'opération est un acheteur ou un vendeur). Il ajoute qu'il serait intéressant de disposer de davantage de données sur la taille de chacune des transactions, mais que cette information n'est pas disponible. Ils ont pu néanmoins obtenir des résultats intéressants à partir des renseignements qu'ils possédaient sur le sens des transactions.