

Commentaires

Asani Sarkar

Les situations de crise, les effets de contagion et la liquidité sont autant de questions qui suscitent un regain d'intérêt parmi les chercheurs. L'étude de Furfine et Remolona constitue un apport intéressant à ce domaine de recherche. Fleming (2001) avait montré qu'en période de crise, le volume des transactions est plus élevé et leur effet sur les prix plus marqué. Furfine et Remolona établissent que cet effet est plus prononcé même lorsqu'on tient compte de l'intensité de l'activité.

Cette intensité est mesurée dans l'étude par l'intervalle de temps qui sépare deux opérations (Dufour et Engle, 2000). Selon Furfine et Remolona, il se peut que les transactions effectuées en période de crise véhiculent beaucoup plus d'information que n'en fournit leur seule fréquence. On ne sait pas trop, cependant, quel genre d'information on peut tirer du rythme des transactions effectuées sur le marché des obligations d'État.

L'information sur les marchés boursiers et obligataires

La nature de l'information véhiculée par le rythme des transactions est claire dans le cas des marchés boursiers. D'après Dufour et Engle, qui appliquent leur modèle aux marchés d'actions, « des opérateurs informés peuvent choisir de fragmenter des transactions de montant élevé, créant ainsi un grand nombre d'opérations motivées par l'information dont ils disposent [...] Par conséquent, l'intensité de l'activité, qui se reflète directement dans la longueur de l'intervalle entre les transactions, est susceptible de fournir de l'information aux opérateurs. » (p. 2469) [*traduction*]

Dans le cas des marchés d'obligations d'État, Furfine et Remolona constatent que les transactions présentent une autocorrélation positive. Ils en

concluent que des opérateurs informés fragmentent les transactions. Mais existe-t-il vraiment des opérateurs informés sur le marché des obligations du Trésor? Il est possible de donner une autre interprétation à ce résultat en se fondant sur une caractéristique institutionnelle du marché des obligations d'État : celles-ci font l'objet d'une négociation sur les quantités, mais non sur les prix. Aussi les transactions de fort volume doivent-elles être fragmentées, peu importe les intentions des opérateurs.

Il est probable que la nature de l'information véhiculée sur les marchés obligataires s'apparente davantage à celle qui circule sur les marchés des changes qu'à l'information disponible sur les marchés d'actions. Le flux d'ordres donne des renseignements, mais les opérateurs ne disposent pas d'information privée sur la valeur des actifs. Il se peut que le flux d'ordres se répercute sur les opérations parce qu'il renseigne sur l'état des stocks des courtiers ou de la demande sur le marché. Si tel est le cas, pourquoi devrait-on se préoccuper de l'intervalle de temps entre deux opérations sur le marché obligataire? Peut-être cet intervalle est-il lié aux variations des stocks des courtiers. De toute évidence, cette question mérite un examen plus approfondi.

Cadre empirique

Le point important est le choix de la période de crise. Aucune méthode ne fait consensus à cet égard, mais la période de crise ne devrait pas être choisie en fonction de la volatilité. Les auteurs font appel à la variation des écarts sur les opérations de swap, mais cette variation est susceptible d'être corrélée avec la volatilité. Je préfère des critères basés sur des variables exogènes. Une solution simple consiste à tirer parti du consensus relatif qui existe sur la date d'une crise. Les auteurs pourraient donc se servir d'un échantillon de plus longue durée, par exemple la totalité de l'année 1998, puis considérer que les mois de juillet à décembre 1998 constituent la période de crise (Banque des Règlements Internationaux, 1999). Cette période de six mois, qui engloberait à la fois des journées à forte et à faible volatilité, serait plus appropriée pour représenter la période de crise. (Les auteurs retiennent comme échantillon la période allant de mai à décembre 1998; il n'y a à vrai dire pas de période « normale » dans l'échantillon.)

Je me demande également si les variables muettes, telles qu'elles sont définies, saisissent l'effet d'une crise ou un autre phénomène. Afin d'élucider cette question, les auteurs devraient étudier les journées présentant de fortes et de faibles variations des écarts sur les swaps aussi

bien pendant les périodes normales qu'en période de crise, afin de voir s'il existe une différence entre les deux. La même remarque vaut pour la variable muette représentant l'asymétrie entre les offres de vente et d'achat : cette asymétrie est-elle propre aux périodes de crise? De façon plus générale, la méthode consistant à recourir à des variables muettes est sensible aux erreurs de spécification du modèle (formes fonctionnelles particulières, structure de retards). Il serait utile d'essayer d'autres façons de prendre en compte l'intervalle entre les opérations, T ; au lieu de $\log(T)$, les auteurs pourraient envisager de faire appel à des variables muettes qui ne sont pas sensibles à des formes fonctionnelles particulières.

Autres remarques

Le jour de la semaine exerce un effet très marqué sur les marchés obligataires. Comme la période de crise ne compte que dix jours, il vaudrait la peine de vérifier si les effets de calendrier influent sur les résultats.

Quelle est la sensibilité des résultats à l'omission des journées de faible activité? Les auteurs prétendent que ces journées sont « atypiques », mais on pourrait en dire autant des journées de crise.

Il est clair que l'intervalle séparant deux opérations n'est pas exogène (Dufour et Engle). Ce problème revêt une acuité toute particulière dans le cas étudié ici. Il s'agit d'une question épineuse, mais Dufour et Engle proposent certains tests de diagnostic.

Furfine et Remolona consacrent une étude intéressante à une question cruciale. J'aurai plaisir à lire une version révisée de leur document contenant une analyse des flux d'information sur les marchés d'obligations d'État et reposant sur un solide cadre empirique.

Bibliographie

- Banque des Règlements Internationaux (1999). « A Review of Financial Market Events in Autumn 1998 », publication n° 12 du Comité sur le système financier mondial. Document accessible à l'adresse <http://www.bis.org/publ/cgfspubl.htm>.
- Dufour, A., et R. F. Engle (2000). « Time and the Price Impact of a Trade », *The Journal of Finance*, vol. 55, n° 6, p. 2467-2498.
- Fleming, M. J. (2001). *Measuring Treasury Market Liquidity*, Staff Report n° 133, Federal Reserve Bank of New York.