

FORUM DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

**EXPLIQUER ET PRÉVOIR LES COURS DE CHANGE
AVEC LES FLUX D'ORDRE : PRÉSENTATION**

Eric Girardin & Henri Pagès¹

Le troisième forum de politique économique, organisé par le CEPII, la Fondation Banque de France pour la recherche et l'IDEP, s'est tenu à Marseille le 2 avril 2003. Il a cherché à faire le point sur nos connaissances dans le domaine nouveau de la microstructure du marché des changes, en discutant de la possibilité d'« expliquer et prévoir les cours de change avec les flux d'ordre ». Ce forum a débuté par la présentation de Richard K. Lyons, Professeur à l'université de Berkeley, membre du NBER et s'est poursuivi avec les commentaires de Paul Fisher et Robert Hillman de la division des changes de la Banque d'Angleterre, puis de ceux d'Avinash Persaud, Directeur à State Street Global Markets.

Les modèles macroéconomiques s'appuyant sur les fondamentaux constituant une information publique échouent sur le plan empirique à expliquer la détermination des cours de change. Un tel constat, fait il y a exactement vingt ans (Meese et Rogoff, 1983; Engel et West, 2002), n'a conduit qu'assez récemment à un changement de direction dans l'analyse du change fondé sur la théorie de la microstructure des marchés. Cette théorie (formalisée par Kyle, 1985 et Glosten-Milgrom, 1985; pour une revue, voir l'ouvrage de Lyons, 2001) suppose que la structure d'information est asymétrique. Certains opérateurs disposent d'une information privée qu'ils exploitent pour passer des ordres. Les teneurs de marché, observant ces flux d'ordre, en infèrent une partie de l'information privée et ajustent leurs prix. Les flux d'ordre sont donc porteurs d'information, et c'est par ses effets sur les flux que l'information agit sur les cours.

La nouveauté de l'argumentation présentée par Richard Lyons, dont les travaux s'étalent sur une quinzaine d'années, tient en particulier au fait qu'il soutient que les flux d'ordre ont empiriquement un pouvoir explicatif des variations de cours de change supérieur à celui des fondamentaux macroéconomiques. Dans sa contribution au Forum, Richard Lyons nous offre une revue magistrale des principaux résultats de ses recherches empiriques sur le contenu en information des flux d'ordre. ceux-ci sont ici le cumul du solde net des ordres d'achat ou de vente. Ces résultats portent sur la capacité des flux d'ordre à expliquer les variations contem-

1. Éric GIRARDIN, Professeur, Université d'Aix-Marseille II & IDEP-GREQAM (girardin@romarin.univ-aix.fr); Henri PAGÈS, Trésorier, Fondation Banque de France pour la recherche en économie monétaire, financière et bancaire.

poraines des taux de change, à prévoir les variations futures des changes et l'évolution à venir de variables macroéconomiques.

Les tests effectués par Richard Lyons sur les données de flux d'ordre interbancaires indiquent que ces flux sont corrélés avec l'évolution des primes de risque et expliquent une part appréciable des rendements excédentaires sur le marché des changes, la composante non corrélée aux flux traduisant l'effet des fondamentaux macroéconomiques. En variations mensuelles, les données relatives aux utilisateurs finaux apportent un soutien empirique à la capacité explicative et prédictive des flux d'ordre. En outre, leur désagrégation entre différents types d'utilisateurs peut augmenter ces pouvoirs d'explication et de prévision. Il s'agit de prévisions à horizon long dans le cas des flux des entreprises non financières et à horizon court dans celui des institutions financières.

Nous offrant le point de vue de banquiers centraux, Paul Fisher et Robert Hillman se fondent sur les résultats de travaux empiriques effectués à la Banque d'Angleterre, utilisant des données de flux d'ordre interbancaires. Ces travaux confirment la corrélation positive des flux d'ordre avec les cours mais pas leur capacité prédictive. Ils jugent en effet plausible la capacité prédictive des cours de change sur les variables macroéconomiques futures, mais se montrent plus circonspects sur la capacité des flux d'ordre à prévoir ces mêmes variables.

L'expérience accumulée à la Banque d'Angleterre, fondée sur une utilisation principalement qualitative de l'information contenue dans les flux d'ordre, conduit Fisher et Hillman à considérer que l'étude quantitative semble devoir se heurter à des difficultés majeures. Ils sont particulièrement préoccupés par l'instabilité des relations statistiques entre les flux d'ordre courants et les rendements à venir. Il leur paraît également peu vraisemblable que les flux d'ordre associés aux mouvements du change aient un lien prévisible stable avec les variables macroéconomiques à venir. Les problèmes d'endogénéité leur semblent difficiles à surmonter. Cependant, pour le banquier central dans ses décisions de politique monétaire, les résultats présentés par Richard Lyons améliorent la compréhension du marché des changes et sont particulièrement informatifs lorsqu'ils portent en particulier sur les flux désagrégés par type de donneur d'ordre.

Avinash Persaud nous offre le point de vue d'un praticien des marchés financiers. Il se fonde sur l'examen des données confidentielles accumulées par State Street pour mettre en avant un certain nombre d'observations sur l'instabilité des marchés financiers. Il apporte ainsi une vision un peu différente, mais souvent complémentaire, des relations typiques de la micro-structure des marchés en élargissant l'analyse au-delà du seul marché des changes. Il montre qu'on ne peut pas associer étroitement l'augmentation des flux d'ordre à la liquidité. Bien que, dans les années quatre-vingt-dix, les marchés aient connu une expansion quantitative considérable, ils sont devenus plus étroits et volatils. L'impact des échanges sur les cours, qui représente une des mesures majeures de la liquidité, n'a pas radicalement diminué avec l'augmentation du volume des échanges. Si la diversité des opinions entre les agents diminue, le marché devient plus illiquide, les ajustements de prix plus importants et l'instabilité

augmente. Les « trous noirs de liquidité » sont un exemple de relation inverse du prix vers les flux d'ordre. Ils correspondent par exemple dans des phases de baisse de cours au franchissement de seuils de déclenchement d'ordres à limitation de pertes.

Une preuve simple de la validité de cette argumentation tient au fait que, pour Avinash Persaud, la diversité des instruments, des acteurs et des systèmes de gestion du risque est la plus faible sur le marché des changes et la plus grande sur le marché des obligations, avec le marché des actions dans une position intermédiaire. Les données dont dispose State Street permettent à Avinash Persaud de soutenir que les flux d'ordre d'aujourd'hui sont liés positivement aux cours de demain sur le marché des changes, mais négativement sur les marchés d'obligations. Les marchés d'actions qui étaient proches du marché des changes se sont rapprochés des marchés d'obligations.

En conclusion, l'analyse empirique de la microstructure du marché des changes apparaît comme une discipline récente en plein essor. Les débats du Forum ont illustré le fait que les résultats de cette analyse ne constituent pas un corpus unifié, sans doute parce qu'ils reposent encore sur des bases de données spécifiques, la plupart du temps confidentielles, signe manifeste de leurs potentialités. Il s'agit d'un champ de recherches très actif dont les développements futurs sont prometteurs pour les chercheurs, les praticiens et les banquiers centraux.

E. G. & H. P.

RÉFÉRENCES

- Engel, C., West, K., 2002. Exchange rates and fundamentals, manuscrit, University of Wisconsin.
- Glosten, L.R., Milgrom, P.R., 1985. Bid, ask, and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed agents, *Journal of Financial Intermediaries* 14, 71-100.
- Kyle, A.S., 1985. Continuous auctions and insider trading, *Econometrica* 53 (6), novembre, 1315-35.
- Lyons, R.K., 2001. *The Microstructure Approach to Exchange Rates*, MIT Press, Cambridge.
- Meese, R.A., Rogoff, K., 1983. Empirical exchange rate models of the seventies, *Journal of International Economics* 14 (1-2), février, 3-24.

