

L'ÉVÉNEMENT



# LIQUIDITÉ

## L'épée de Damoclès

**Face aux risques de blocage, les solutions envisagées sont encore au stade de l'esquisse.**

[www.agefi.fr/actualite-eclairages](http://www.agefi.fr/actualite-eclairages)

PAR FRÉDÉRIQUE GARROUSTE

**F**lash crash » sur les bons du Trésor américain en octobre 2014, flambée du franc suisse en janvier 2015, choc chinois le 24 août dernier... les marchés ont

subi des mouvements à la fois rapides et violents. La liquidité est apparue à chaque fois fragile, sujette à éclipses, alimentant la peur d'un blocage généralisé lors d'un nouvel accident. « Des facteurs plutôt anodins ont déclenché des chocs marqués, faisant craindre un risque systémique même si les conséquences n'ont pas, jusqu'ici, été de cet

ordre, indique Stéphane Giordano, président de l'Amafi (Association française des marchés financiers). *L'état du marché est préoccupant.* » Parmi bien d'autres, des études du FMI (Fonds monétaire international) en septembre dernier et de la BRI (Banque des règlements internationaux) en mars relaient ces alarmes. Avant tout, les problèmes concernent les marchés obligataires – soit l'essentiel des investissements des assureurs et des acteurs de prévoyance – avec « un état d'illiquidité réel et quasi permanent sur le crédit, et ponctuel sur les 'govies' et

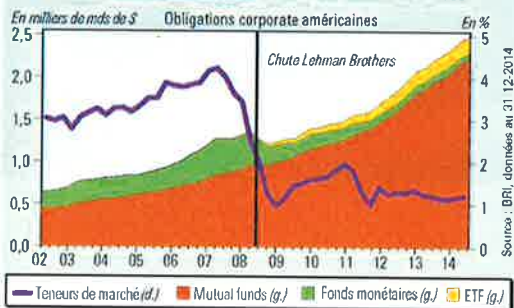


Fiducia

## « Le problème est réel et les investisseurs ne le mesurent pas forcément »

**Philippe Fidaire,**  
directeur général de NN IP à Paris

### Les investisseurs dans le même sens



ordres de grande taille font décaler les prix, ne peuvent être exécutés dans des délais raisonnables, avec des

les 'covered bonds', selon le constat d'Olivier Hérel, directeur général adjoint, responsable des gestions d'actifs de BNP Paribas Cardif.

Certes, mesurer la liquidité d'un marché est délicat. « Il ne faut pas confondre l'illiquidité avec un repositionnement de marché, quand les prix de certains actifs échangés sur un marché organisé chutent, nuance Lieven Jacobs, directeur de la gestion de Quilvest Asset Management. Le choc sur le franc suisse provoqué par la fin de la protection de sa monnaie de la part de la banque centrale suisse correspond typiquement à un repositionnement mettant brutalement fin à un phénomène de bulle. » Au sens strict, l'illiquidité définit un marché où des

fourchettes larges sur les obligations. Dans le cas de ces dernières, le marché n'a pas disparu mais la taille des transactions s'est singulièrement réduite, offre et demande étant déséquilibrées. Le problème serait même plus grave qu'il n'y paraît. « Le problème de la liquidité est réel et les investisseurs ne le mesurent pas forcément », assure Philippe Fidaire, directeur général de NN IP à Paris.

### Pression réglementaire

Première cause à ce problème, la réglementation post-crise. « Bâle 3 et Solvabilité 2, avec les ratios de liquidité et de solvabilité, orientent les investissements des banques et des assureurs vers les obligations d'Etat

## Attention fragile



**Clara Furse,** membre du Comité de politique monétaire, Banque d'Angleterre

*« A l'évidence, la liquidité est devenue plus fragile sur des marchés de première importance »*

(11 février 2015)



**Mark Carney,** président du Conseil de stabilité financière (FSB)

*« Les risques d'un retournement de marché violent et en ordre dispersé existent, compte tenu des niveaux très bas des primes de crédit et de liquidité »*

(mars 2015)



**Christine Lagarde,** directrice générale du Fonds monétaire international

*« Les liquidités peuvent s'évaporer à grande vitesse si les investisseurs sortent tous en même temps »*

(avril 2015)

et les obligations 'investment grade', si bien que, composés essentiellement d'acheteurs, ces marchés ne sont plus liquides », analyse Lieven Jacobs. Dans le même temps, sous la pression réglementaire aussi, les banques ont réduit leur rôle d'apporteurs de liquidité. Or il était majeur. « Les montants d'obligations souscrits par les assureurs, les fonds de pension et les 'mutual funds' américains apparaissent faramineux par rapport aux capacités des teneurs de marché et des fonds alternatifs qui pourraient se porter contrepartie », explique Emmanuel Weyd, responsable de la gestion crédit chez Eiffel Investment Group.

En pratique, le problème est d'autant plus aigu qu'il concerne tous les marchés obligataires. « Les teneurs de marché ne jouent plus leur rôle de tampon dans le marché : là où, auparavant, on pouvait traiter facilement 200 millions d'euros d'obligation, à présent ▶

## Une prise de risque en quelque sorte légitimée par le QE

20 millions d'euros est un grand maximum. Donc les prix décalent au moindre incident comme cela s'est vu même sur le Bund au printemps dernier », constate Philippe Fidaire. Le retrait pur et simple de l'activité de certains acteurs, comme Credit Suisse vient de l'annoncer, ne va pas arranger la situation. « Les 'bid offers' (prix d'achat/vente) restent bons mais toute la question est d'avoir des offres pour traiter des ordres de grande taille », appuie Antoine Lesné, responsable stratégie & recherche ETF\* Emea, SSGA. Les banques encore actives réduisent la part des émissions qu'elles gardent dans leurs books quand elles ne la suppriment pas. « Les banques se cantonnent de plus en plus à un rôle d'agent, sans prendre de stocks de titres dans leur bilan. Cela vaut sur les obligations d'entreprises, 'investment grade' et 'high yield' mais aussi, dans une moindre mesure, sur les titres d'Etat », analyse Emmanuel Weyd.

### Taux bas

Le rôle des teneurs de marché est toutefois incontournable pour organiser la rencontre des intérêts de sens contraire. « Le nombre très élevé de souches obligataires, la très grande diversité d'émetteurs et de typologies de titres nécessitent la présence d'animateurs intéressés à créer de la valeur ajoutée, sous forme de liquidité et de recherche crédit, explique Arnaud de Bourrousse, président du directoire d'Octo Finances. Les plates-formes d'échanges qui se sont multipliées semblent devoir jouer un rôle essentiellement complémentaire. »

Or les règles de transparence en vue avec MIF 2 font figure de menace supplémentaire sur l'activité des banques sur les marchés de taux, en pesant davantage sur leur rentabilité. « Si, par principe, un marché actions centralisé peut être transparent sur son prix, dans les obligations, afficher la fourchette d'achat-vente revient

pour l'intermédiaire à indiquer sa marge. Le manque de succès du système Trace de 'reporting' américain montre que la transparence n'est pas la solution », relève Talabor Szabo, président d'Octo Groupe.

La pression réglementaire n'explique pas à elle seule la réduction drastique de la liquidité. Le rôle des taux très bas jouerait davantage. L'é étroitesse des bid-offers (écart entre prix proposés par les acheteurs et les vendeurs), en faisant baisser les rémunérations des teneurs de marché, les dissuade d'intervenir. Côté investisseurs, comme le moindre décalage de prix crée des écarts relatifs de rendement très importants, plusieurs années de portage peuvent être consommées en un mouvement de marché et les positions buy and hold sont privilégiées. Surtout, les taux bas nuisent à la liquidité dans la mesure où ils induisent chez les investisseurs des mouvements trop alignés. « Le FMI a créé un indice mettant en évidence le comportement moutonnier des investisseurs, engendré par les politiques monétaires accommodantes tant en Europe qu'aux Etats-Unis ou au Japon, indique Etienne Gorgeon, directeur de la gestion obligataire chez Tikehau IM. Les teneurs de marché se retrouvent ainsi dans l'incapacité d'apporter de la liquidité face à ces mouvements dans le même sens. Plus que les règles prudentielles de Bâle 3, cette nouvelle perception d'une prise de risque en quelque sorte légitimée par le 'quantitative easing' contribue à limiter la capacité des contreparties à apporter de la liquidité au marché. »

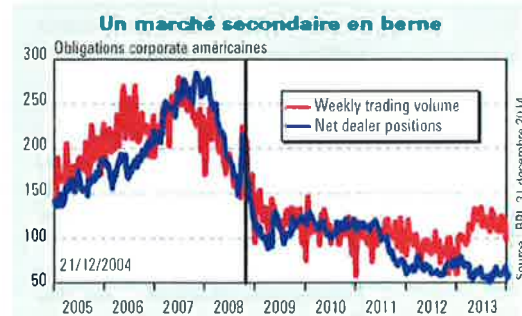
Le développement de sociétés de gestion de très grande taille ne fait qu'aggraver le potentiel de dégradation de la liquidité. Aux Etats-Unis,



Sur le Nyse, le trading à haute fréquence génère des volumes d'ordres très importants, occasionnant parfois des suspensions de cours.

50 % des volumes traités en investment grade le sont par une quarantaine d'investisseurs. « Typiquement, les ETF représentent une part croissante des volumes de 'trading' obligataire, ce qui leur permet de se présenter comme des fournisseurs de liquidité. Or ils amplifient les tendances de marché à court terme », soutient Emmanuel Weyd. En cas d'accroc, les ETF sont les premières positions vendues, ces fonds assurant une liquidité aux investisseurs, mais les volumes désormais en cause seraient susceptibles de bloquer le marché puisque les ventes de parts débouchent sur celles, en cash, des sous-jacents. « Ces produits indicés constituent vraisemblablement le plus gros risque de déstabilisation des marchés par leur exigence consubstantielle de liquidité et par leurs réactions souvent identiques. Compte tenu de la taille de ces acteurs, leurs comportements pourraient accentuer très fortement la volatilité des marchés et altérer leur liquidité », analyse Talabor Szabo.

Le rôle des ETF dans les problèmes de liquidité est parfois aussi considéré comme un facteur simplement technique dont l'effet ne doit pas être surestimé. Il en va de même pour le trading à haute fréquence, qui génère des volumes d'ordres très importants, occasionnant parfois des suspensions de cours, selon les réglementations des marchés. « Les ETF doivent assurer une liquidité 'intraday' et peuvent alors accélérer des mouvements violents en devant vendre d'autres titres, explique Dominique Leprévost, président d'UBI. Ainsi, des facteurs



\*Exchange-traded funds.

techniques conduisent à des mouvements erratiques de marché sans être pour autant synonymes de liquidité réelle réduite. » Les problèmes de liquidité seraient assimilables à des blocages intermittents. « La volatilité est devenue structurelle, la question de la liquidité ne fait que l'amplifier, mais on observe que les corrections de marché depuis deux ans n'ont pas débouché sur du chaos », relativise Etienne Gorgeon. De même, un marché obligatoire à sens unique tel que le favorisent les réglementations et la politique de la BCE n'est pas forcément signe d'illiquidité absolue. « Il s'agit de conditions en partie structurelles et non pas d'une évaporation subite de la liquidité. Les investisseurs doivent se positionner en fonction de cette donnée », estime Lieven Jacobs.

### Prise de conscience

A long terme, l'appréciation de la liquidité se fait moins alarmiste. « Les investisseurs long terme comme les fonds de pension ne sont pas inquiets, à la différence des investisseurs à plus court terme, relate Dominique Leprévost. En Europe, les deux tiers des actifs des institutionnels sont détenus par des assureurs, notamment dans l'assurance-vie qui ne subit pas vraiment de pression sur la liquidité... Ainsi, le pilier 1 de Solvabilité 2 n'intègre pas la notion de liquidité. » Les institutionnels capables de faire le dos rond en cas de problème sur les marchés seraient plus nombreux dorénavant. « Bonne nouvelle, les investisseurs obligataires sont de plus en plus des assureurs et des fonds de pension, avec des positions plus stables et moins vulnérables aux secousses de marché, analyse Emmanuel Weyd. Mais les 'mutual funds' et autres fonds d'investissement, souvent, ont besoin d'une liquidité journalière et sont des investisseurs finaux plus volatils. Il est important de maintenir une hétérogénéité dans les styles de gestion de manière à pouvoir mieux équilibrer flux acheteurs et vendeurs. »

Il faut aller encore plus loin pour que le marché trouve un équilibre réel, avec des corrélations moins fortes. Les régulateurs seraient en train de

## RENCONTRE AVEC...

Jean-Claude Guimiot, directeur général délégué d'Agrica Epargne



### « Un terrain miné pour les investisseurs »

#### La liquidité des marchés est-elle préoccupante ?

Oui, les réglementations ont mis à mal les marchés et leur liquidité depuis de nombreuses années. Certes, les marchés actions fonctionnent encore, même s'ils subissent l'éclatement de la liquidité créée par la multiplication des places de cotation et l'apparition des *dark pools*. Ils gardent de la profondeur même dans les périodes difficiles. En revanche, sur les marchés obligataires, le moindre problème dégenère rapidement. La situation est problématique jusque sur le segment des emprunts d'Etat. Si nous voulons nous positionner comme acheteurs dans un marché vendeur, nous ne savons pas où trouver des titres : les teneurs de marché n'interviennent que lorsque les marchés sont calmes, et ils ne font pas de courtage pur et simple.

#### Que faire pour sortir de cette configuration ?

Nous subissons le développement sans frein d'activités parasites sur des marchés livrés à la concurrence et passant des accords plus favorables avec certains intervenants, alors

que la cotation des valeurs mobilières devrait être un service public. Pourtant, les régulateurs refusent de revenir sur leurs erreurs. Le trading à haute fréquence qui représente plus de la moitié des transactions, augmente la volatilité et s'assimile à un délit d'initié, permettant à des acteurs d'intervenir avant les autres. De même, les ETF, de plus en plus importants, sont susceptibles de vendre ou d'acheter des paniers de titres indistinctement lors des fluctuations de marchés. Solvabilité 2 renforcera encore ces biais en uniformisant les décisions d'investissement et en limitant les interventions des investisseurs sur les actions. Le *quantitative easing* ne fait qu'accroître la volatilité, sans effets au-delà de la sphère financière. La surabondance de liquidité et les taux bas favorisent la prise de risques des investisseurs, trop confiants, avec, à la clé, toujours plus d'illiquidité. Aux investisseurs d'analyser les actifs et d'éviter les écueils de la course aux rendements via des produits illiquides. Malgré une apparente sérénité ils avancent sur un terrain miné car il n'est pas possible pour les marchés de s'extraitre trop longtemps de leur environnement.

prendre conscience des évolutions inopportunes subies par les marchés, avec les acteurs les plus importants situés d'un seul côté des échanges. Le report d'un an qui est envisagé dans la mise en place de MIF 2 irait dans ce sens, visant à laisser aux banques le temps de s'y préparer. « MIF 2 pourrait bien, à moyen terme, opérer un certain retour vers le modèle passé, en favorisant l'avènement de courtiers mettant en présence les intérêts des vendeurs et acheteurs et en rémunérant ce service, prévoit Lieven Jacobs. Au-delà de la confusion engendrée à court terme, la transparence favorisera la liquidité. » La solution passera aussi par la demande, le « *buy-side* », avec une partie des acteurs intervenant avec un horizon de long terme. « Beaucoup d'investisseurs cherchent aujourd'hui de la liquidité même s'ils ont des capitaux à horizon très long et nous

essayons de leur expliquer que la liquidité a un coût », remarque Emmanuel Weyd. Encore faut-il que la réglementation leur permette cette approche. « Les investisseurs sont de plus en plus nombreux à devoir vérifier une valorisation et une liquidité de leur passif quotidiennes, comme les OPCVM, les gestions indicelles, donc ils cherchent à épouser les mouvements du marché, déplore Stéphane Giordano. Les OPCVM ont-ils toujours besoin d'offrir une liquidité au jour le jour ? Il faudrait réduire la frénésie, et mieux appréhender le caractère fondamentalement procyclique des obligations de comptabilisation au marché et de liquidité quotidienne. » Reste à savoir si la mobilisation favorisera assez vite le nouvel environnement que les financiers appellent de leurs vœux, sachant que la fin du *quantitative easing* de la Fed sera un test pour la liquidité. ■