

# Perspectives de Marché

## Trouver de l'eau dans le désert

### Un cadre réglementaire de gestion de la liquidité plus contraignant.

Sujet sensible, la gestion de la liquidité s'apprête à devenir un défi encore plus épineux. Si vous travaillez dans le département Trésorerie d'une grande banque, les acronymes LCR (« Liquidity coverage ratio » ou « ratio de couverture de la liquidité » en français) et NSFR (« Net Stable Fund ratio » ou « ratio de liquidité à long terme » en français) vous sont sans aucun doute familiers.

Pour tous les autres, voici une formation accélérée. La crise financière a eu des conséquences désastreuses au niveau de la liquidité. Ces conséquences ont incité les autorités réglementaires à réviser les exigences de fonds propres imposables aux banques. La dernière réglementation en date adoptée par le Comité de Bâle (Bâle III) prévoit deux nouvelles exigences en matière de liquidité : le ratio de liquidité à long terme (NSFR) et le ratio de couverture de la liquidité (LCR).

Il s'agit d'exigences normatives qui s'appliqueront à tous les établissements bancaires. Le ratio LCR exige de la part des banques qu'elles soient en mesure de satisfaire leurs besoins en liquidité à 30 jours. Le ratio NSFR commande aux banques de constituer des réserves qui leur permettent de satisfaire leurs

besoins en liquidité à douze mois.

Ces ratios seront mis en œuvre progressivement au cours des trois ou quatre prochaines années. Leurs effets se font toutefois d'ores et déjà sentir et les responsables de trésorerie éprouvent beaucoup de difficultés à constituer des réserves de liquidité stables et suffisantes.

### La nature insaisissable de la liquidité

Le problème – les responsables de Trésorerie ne le savent que trop bien – est que les responsables politiques européens tirent le marché dans deux directions. D'un côté, ils souhaitent que les grands établissements bancaires européens constituent des coussins de liquidité via la détention d'un volume substantiel d'actifs « sûrs ». De l'autre côté, la politique monétaire – principalement l'assouplissement quantitatif – tire les rendements obligataires vers le bas et empêche ainsi les investisseurs de réaliser des rendements positifs sur les obligations « sûres ».

Un grand nombre d'obligations souveraines sont désormais émises à un taux négatif et les obligations sécurisées sont également devenues onéreuses. Même les obligations



**Olivier de Larouzière**  
Directeur Taux  
d'intérêt,  
Natixis Asset  
Management

“ Les responsables de trésorerie éprouvent beaucoup de difficultés à constituer des réserves de liquidité stables et suffisantes ”

périphériques et les obligations investment grade se négocient désormais à des prix prohibitifs et les cours sont voués à augmenter à l'heure où les exigences de Bâle III sont sur le point d'être mises en œuvre.

En bref, les responsables de trésorerie ont toutes les peines du monde à trouver des obligations souveraines, des obligations sécurisées et des obligations investment grade assorties d'une maturité comprise entre un et trois ans.

### De la nécessité de la diversification

Les banques s'efforcent de résoudre ce problème. Un certain nombre de grands établissements bancaires gèrent leurs

coussins de liquidité en interne via leurs activités de trading pour compte propre. Ils adoptent une stratégie de trading dynamique qui consiste à assurer une rotation élevée des portefeuilles, lesquels sont principalement composés d'obligations souveraines, tout en évitant le risque de crédit.

Néanmoins, le fait que les obligations souveraines des pays cœur soient désormais assorties de taux négatifs et la pénurie d'actifs sûrs sont deux facteurs qui incitent les banques à adopter des stratégies de diversification. Pour ce faire, elles font souvent appel à des tiers qui s'occupent de répartir le risque opérationnel, car les départements en charge de la gestion actif-passif, surchargés, ne peuvent s'en occuper.

Les gérants tiers peuvent investir dans un éventail plus large d'actifs assortis de maturités plus longues sur la courbe des taux. Si les taux augmentent, les investisseurs ont tendance à privilégier les maturités plus courtes et ce regain d'appétit pour les taux à court terme entraîne une hausse des cours. La stratégie de diversification adoptée par Natixis Asset Management consiste à investir dans des actifs assortis de maturité allant jusqu'à dix ans. Pour compenser le risque de taux d'intérêt, les gérants peuvent utiliser des contrats d'échange (swaps). Le marché des swaps est un marché profond et liquide et ces instruments permettent aux banques de réduire la volatilité de leur bénéfice net.

Les titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles (Residential Mortgage-backed securities – RMBS), les obligations investment grade et les actions sont autant d'actifs qui peuvent

être utilisés dans le cadre de la stratégie.

Piloter une stratégie de diversification permet de réduire la rotation du portefeuille par rapport aux stratégies de trading. Par conséquent, les stratégies de ce type sont censées être moins coûteuses.

### La diversification requiert des compétences et des ressources

Afin d'élaborer des thèmes d'investissement, l'équipe « Taux d'intérêt » de Natixis Asset Management s'appuie sur l'expertise d'un grand nombre de groupes de spécialistes. Ils jouissent d'une grande marge de manœuvre eu égard à la gestion de la durée et sont soumis à des contraintes réduites en termes de risque pays et de risque de crédit.

Les comités « G4 Interest Rate », « Credit », « Covered Bonds » et « Inflation » définissent ainsi leurs vues de marché tandis que l'équipe « Sélection dettes souveraines » publie des opinions sur chaque pays, par tranche de maturités, afin de sélectionner les meilleures valeurs. Ensuite, l'équipe de gestion classe et sélectionne les meilleures stratégies pour les portefeuilles. Enfin, les gérants de portefeuille disposent d'une marge de manœuvre prédéfinie pour piloter leur stratégie.

La sélection de titres est importante, mais, pour les actifs hautement liquides, il est également essentiel de procéder à une analyse macroéconomique (top-down). Aux deux extrémités du spectre, de nombreux analystes expérimentés et gérants de portefeuille sont chargés de déceler les meilleures stratégies et de les mettre en œuvre de manière efficiente

### Ce n'est pas qu'une question de stratégie

S'il est essentiel pour les banques de disposer d'une solide expertise en matière d'investissement, elles examinent également la gestion des risques liés à leurs coussins de liquidité sous le prisme de l'excellence opérationnelle. La plupart des banques interrogent ainsi en premier lieu les gestionnaires de liquidité au sujet de leurs systèmes, de la transparence, du reporting ou des opérations.

Elles souhaitent non seulement avoir la garantie que leurs actifs sont sûrs, mais exigent également que leur soient fournis des indicateurs qui permettent de quantifier dans quelle mesure les instruments utilisés affectent leurs fonds propres, sont susceptibles d'avoir une incidence sur le compte de résultat et la rapidité avec laquelle lesdits instruments peuvent être vendus. Elles peuvent demander si la performance de la stratégie peut être réinitialisée chaque année. Elles peuvent également définir de nombreuses contraintes eu égard aux types d'actifs qu'il convient d'utiliser et quant à la manière dont ces derniers sont échangés en bourse.

Par conséquent, les gestionnaires de liquidité doivent être en mesure de personnaliser leurs portefeuilles et les reportings afférents. Après tout, dans un environnement de marché et réglementaire instable et en rapide mutation, la prévisibilité du processus d'investissement constitue le minimum syndical...

Rédigé le 19 mars 2015

### MENTIONS LÉGALES

Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables et sont fournis uniquement à des fins d'information aux clients professionnels. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur mentionné, au 19 mars 2015 et peuvent être soumis à changements. Il n'est en aucun cas garanti que les points présentés dans ce document se dérouleront tel qu'anticipés. Ce document ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie. Bien que Natixis Global Asset Management et Natixis Asset Management considèrent les informations fournies dans le présent document comme fiables, elles ne garantissent pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Aux pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. **En Suisse**, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

#### Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 euros  
Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille  
sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990  
Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738  
Siège social : 21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13  
[www.nam.natixis.com](http://www.nam.natixis.com)

#### NGAM S.A.

Société de gestion luxembourgeoise  
agrée par la CSSF (RCS Luxembourg B 115843)  
Siège social : 2 Rue Jean Monnet,  
L-2180 Luxembourg - Grand-Duché de Luxembourg

#### NGAM DISTRIBUTION

Immatriculée au RCS de Paris sous le n°509 471 173  
Siège social : 21 quai d'Austerlitz - 75013 Paris  
[www.ngam.natixis.com](http://www.ngam.natixis.com)