

IDEES *FIXED INCOME*

Mars 2016

Document destiné aux clients professionnels

Risque de liquidité sur les marchés obligataires ELEMENTS CLE

- La liquidité est un concept complexe et multiforme ; ses dimensions sont difficiles à résumer en une seule mesure
- Les politiques actuelles (taux bas, politique quantitative) ne permettent pas de maintenir un niveau satisfaisant de liquidité sur les marchés
- Les évolutions récentes du cadre réglementaire ont eu un impact important sur la liquidité

Liquidité dans les marchés financiers

Qu'est-ce que la liquidité ?

D'un point de vue économique, la liquidité est la capacité des agents économiques à échanger leurs biens contre de la monnaie. La liquidité est une notion de « flux » (par opposition à la notion de stock). L'illiquidité survient lorsqu'il devient difficile ou impossible d'échanger des actifs. Quand la quantité de monnaie en circulation dans une économie est insuffisante, les transactions, et donc l'activité, ralentissent.

Du point de vue financier, la liquidité d'un actif correspond à la capacité à échanger, rapidement et à tout instant, de grandes quantités de titres sans effet sur les prix. Ainsi, la notion de liquidité comprend quatre dimensions: la **largeur** mesure les coûts engagés lors d'une transaction aller-retour, par exemple, par l'achat-vente instantané d'une obligation; la **profondeur** désigne le nombre de titres qui peuvent être échangés à un prix donné sans engager de coûts autres que le spread bid-ask; l'**instantanéité** mesure la vitesse d'échange des positions et correspond au temps écoulé entre l'ordre et le règlement; la **résilience** indique la capacité des marchés à assumer des chocs aléatoires (par exemple des ordres aléatoires).

Pourquoi cette notion de liquidité est-elle importante ?

Les marchés financiers permettent la séparation des risques (par exemple : risques de taux, crédit, devise...) et leur distribution efficace afin de faciliter le financement de l'économie réelle. La notion d'efficacité implique qu'un large éventail d'actifs soit disponible pour les épargnants et que les prix d'exécution soient bas et transférables aux emprunteurs potentiels.

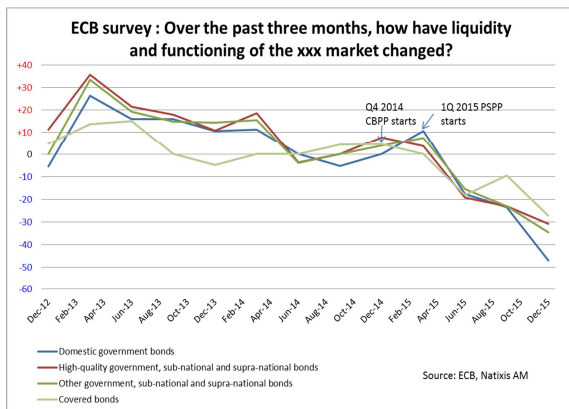
Les marchés liquides assurent la conversion des actifs en avoirs de trésorerie, qui peuvent être utilisés pour acheter des biens et services dans l'économie réelle. En comparaison avec un système financier basé uniquement sur l'intermédiation bancaire, les marchés financiers permettent aux agents d'avoir accès à des portefeuilles plus diversifiés. Dans des marchés liquides, les risques sont distribués à un plus grand nombre d'investisseurs. Les marchés financiers contribuent à la stabilité financière et économique. Une réduction de la liquidité peut engendrer un rationnement de crédit et réduire le financement disponible pour les investissements, indépendamment de leurs rentabilités.

La liquidité des marchés financiers se détériore

Malgré une politique monétaire accommodante aux États-Unis comme en Europe – caractérisée par des taux bas et des mesures d'assouplissement quantitatif – et l'émergence des plateformes électroniques, la liquidité des marchés financiers semble s'être détériorée. Les données disponibles indiquent que la profondeur du marché s'est réduite significativement : il devient difficile d'exécuter des ordres importants sans influencer les prix, ce qui encourage les participants au marché à diviser leurs ordres. Aux États-Unis, les inventaires des *primary dealers* d'obligations des entreprises ont diminué de 60 % entre 2008 et 2015. Sur la même période, la capacité d'intermédiation des banques a chuté de 40 %. La même tendance s'observe sur le marché européen : les volumes d'échanges ont décliné de 45% entre 2010 et 2015 selon le Global Financial Markets Liquidity Study de PwC publié en août 2015.

Comme les décisions de politique monétaire sont transmises à l'économie réelle via les marchés financiers, les banques centrales surveillent de près leur fonctionnement. La BCE effectue régulièrement des enquêtes auprès des participants du marché. L'enquête relative au 4T15 révèle une baisse sensible

de la liquidité des marchés sur lesquels la BCE intervient. En effet, comme indiqué sur le graphique ci-dessous, les conditions de liquidité perçues par les intervenants se sont détériorées dès le lancement du CBPP3¹. De même, le démarrage du PSPP² a coïncidé avec des conditions de liquidité moins favorables sur l'ensemble des marchés de dettes souveraines de la zone euro.



Pourquoi la liquidité diminue-t-elle ?

L'impact de la réglementation

La crise financière de 2008 a mis en lumière les lacunes du cadre réglementaire. Toutefois, on constate aujourd'hui que la promulgation rapide de nouvelles réglementations n'a pas laissé le temps nécessaire à la réflexion quant à leurs cohérences et leurs conséquences possibles. Le nouveau cadre réglementaire a notamment eu un impact sur la liquidité des portefeuilles de négociation des banques, des marchés de prêts-emprunts de titres et de repos, sur le fonctionnement des marchés d'instruments dérivés, sur les échanges des noms plus petits et sur le nombre d'acteurs du marché.

Les changements réglementaires impactant les portefeuilles de négociation des banques incluent :

- **L'exigence de capital associé** au portefeuille de négociation et les nouveaux ratios de levier, liquidité et de stabilité (Bâle 2.5 et 3). Avant la crise, le capital détenu en contrepartie des actifs du portefeuille de négociation était nettement plus faible que le capital en face des actifs du portefeuille bancaire. Ce n'est plus le cas. En fait, l'augmentation de capital la plus importante concerne le portefeuille de négociation. Maintenir des positions risquées est donc devenu très cher;

- Les **limites par contrepartie** encadrent l'exposition d'une banque à chaque entité. Ces limites prennent en compte les positions dans le portefeuille de négociation ;
- La **Volcker rule** américaine n'est pas claire au sujet de la détention de positions importantes sur un émetteur donné. Elle pourrait s'appliquer à la négociation pour compte propre. Cette règle encourage des *primary dealers* à limiter leurs activités sur chaque émetteur et la taille globale de leurs portefeuilles de négociation. Une règle similaire risque d'être mise en œuvre en Europe ;
- Les règles de **séparation bancaire** obligent les banques à dissocier leurs activités de tenue de marché de leurs autres activités. Comme les entités de tenue de positions sont plus petites, leurs coûts de financement risquent d'être plus élevés. Le coût total de détention d'un portefeuille de négociation important a ainsi augmenté ;
- Les **plans de recouvrement et de résolution bancaire** exigent que les banques détiennent un montant minimal d'actifs à long-terme afin de constituer leur capacité d'absorption des pertes. Ces plans, ajoutés aux exigences de capital additionnel, limitent le montant de capital disponible pour les activités de négociation.

Les marchés de prêt-emprunt de titres et de repos sont une source importante de liquidité et de financement à court-terme. Une réduction dans l'activité sur ces marchés n'est pas sans conséquence sur la liquidité des autres marchés de capitaux. Avant les évolutions réglementaires, ces opérations consommaient très peu de capital car elles étaient totalement collatéralisées. Aujourd'hui, les ratios de levier ne prennent en compte ni le collatéral, ni la solvabilité de la contrepartie. Ainsi, les besoins en capital ont augmenté significativement.

Par ailleurs, toutes les banques recherchent les mêmes actifs de bonne qualité, éligibles en tant que collatéral pour ces transactions (y compris sur les dérivés) et en tant que capital. Si le collatéral éligible vient à manquer, il devient plus difficile d'effectuer ces opérations.

Les produits dérivés sont souvent utilisés en couverture de positions risquées. Lorsqu'il est plus coûteux de couvrir une exposition, détenir un actif est plus difficile, ce qui induit une liquidité moindre sur les marchés financiers. Les produits dérivés sont

¹ Le Covered Bond Purchase Programme 3 de la BCE lancé le 4 septembre 2014

² Le Public Sector Purchase Programme de la BCE lancé le 9 mars 2015

plus chers à cause des coûts de compensation et des charges en capital. En outre, les réglementations de compensation différentes aux États-Unis et en Europe entraînent une fragmentation du marché : le même instrument se négocie à des prix différents des deux côtés de l'Atlantique.

En ce qui concerne MiFID et MiFIR, des instruments illiquides risquent d'être classifiés « liquides » à cause de la définition ESMA de la « liquidité », et ainsi assujettis aux règles de transparence pré- et post-transaction. En conséquence, les teneurs de marché limitent les transactions sur ces noms.

Le coût additionnel de conformité et de reporting obligent les petits acteurs à quitter certains marchés.

La gestion du risque de liquidité

L'impact sur les investisseurs : coût, opportunité et bulles spéculatives

Le terme « risque de liquidité » implique des notions de coût et de perte. Le coût est typiquement représenté par la fourchette (bid-ask) des prix sur le marché. Le coût de la liquidité a trois composantes. Les **coûts de transactions directs** sont déterminés par les coûts d'intermédiation, les taxes sur les transactions et les impôts de bourses, les **coûts de frottement** (effet prix) correspondent à la différence entre le prix d'exécution et le milieu de fourchette. Pour des tailles limitées, ces coûts sont proches de la moitié de la fourchette *bid-ask* mais peuvent être plus importants pour des tailles supérieures. Lorsque les tailles traitées sont réduites, l'ordre peut être exécuté au meilleur prix avec une seule contrepartie. Pour des montants plus élevés, plusieurs contreparties seront sollicitées avec différents prix de réserve pour échanger. Des **coûts de prospection** sont encourus quand les négociateurs retardent une transaction pour en améliorer les termes par rapport aux prix affichés. Ce faisant, les négociateurs prennent le risque de voir le marché décaler entre le moment de la décision de gestion et l'exécution. L'arbitrage entre les coûts de frottement et le risque de décalage du marché apparaît primordial pour les transactions importantes (blocs de titres).

De façon générale, une diminution de la liquidité limite l'efficacité du marché en augmentant le coût de financement ou en forçant des liquidations de positions. En outre, le risque de liquidité peut se transmettre à l'ensemble du marché. Par exemple, les autres classes d'actifs peuvent être affectées par le risque de refinancement : quand les marges des banques augmentent ou en cas de stress financier

bancaire liée à la détention d'un actif en particulier, les investisseurs peuvent avoir des difficultés à financer d'autres investissements. L'éclatement de la bulle immobilière américaine l'a démontré.

La liquidité joue un rôle prédominant dans le développement des crises et l'éclatement des bulles financières. La concomitance des bulles et des problèmes de liquidité est bien documentée dans la recherche académique.

Les investisseurs intègrent une compensation du risque de liquidité qui peut pousser les prix à la baisse. Les universitaires et les professionnels estiment les primes de liquidité à environ 0,6% sur les obligations *investment grade* et 1,5% pour les notations spéculatives.

Comment mesurer la liquidité des marchés obligataires?

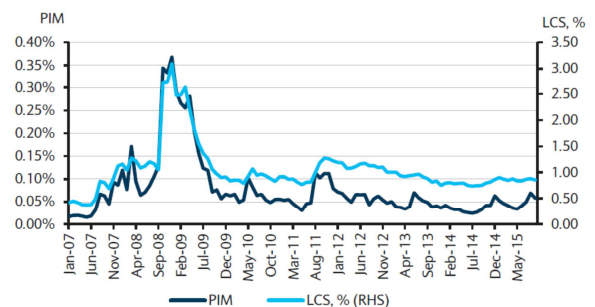
L'extension aux obligations des mesures de liquidité utilisées pour les marchés d'actions est périlleuse pour au moins deux raisons. En premier lieu, la liquidité d'une obligation dépend de ses caractéristiques intrinsèques. Contrairement aux actions, les obligations sont remboursées à l'échéance. La liquidité d'un titre à 10 ans n'est pas la même que celle d'un titre à 3 mois pour un même émetteur. En second lieu, mesurer la liquidité en termes de volumes d'échange peut être hasardeux compte tenu par exemple du risque de vente forcée en cas de dégradation d'une notation. En outre, les obligations qui ne sont pas échangées ne sont pas nécessairement illiquides.

Dastidar et Phelps (2009) ont inventé un score de coût de liquidité (*liquidity cost score* LCS). Le LCS associé à une obligation représente le coût d'une opération d'achat-vente standard pour un investisseur institutionnel en pourcentage du prix du titre. Un LCS faible désigne une meilleure liquidité.

Le LCS n'intègre que le coût de la liquidité d'une obligation, la sensibilité du prix au volume de transactions est mesurée par le PIM (Price Impact Measure). Le PIM est le rapport de la performance relative d'une obligation (par rapport à son indice de marché de référence) au volume des transactions.

Les obligations avec des spreads et des sensibilités plus élevés ont des LCS et des PIM plus élevés.

Time Series of Market PIM and LCS, USD Investment Grade Corporates, January 2007-September 2015



Source: Barclays Research

L'efficacité d'une transaction est jaugée par le TES (*Trade Efficiency Score*) qui complète le LCS et le PIM en rangeant les titres en fonction des LCS et volumes d'échange. Cette mesure de liquidité relative est utile pour identifier les obligations les plus liquides dans un panier donné.

Comment les gestions intègrent-elles le risque de liquidité pour les clients?

Le risque de liquidité est primordial pour la rentabilité d'un portefeuille. Ce risque est intégré au processus de construction de portefeuille qui tient compte de l'allocation stratégique, des opportunités de marché et du sentiment des investisseurs. Ces mesures sont désormais accompagnées par de nouvelles pratiques de valorisation des fonds dont le *swing pricing*.

Construction de portefeuille : taux de rotation, stratégies illiquides et arbitrage risque-rendement

Contrairement à d'autres facteurs de risque, le risque de liquidité ne peut pas être diversifié. Par exemple, un individu ne peut couvrir une exposition à ce risque en vendant à découvert un titre non-liquide. Aucun instrument dérivé ne couvre le risque de liquidité. En effet, dans des conditions de marché difficiles, les prix offerts plutôt que les milieux de fourchette sont privilégiés.

Cependant, l'illiquidité intervient à court terme mais disparaît à long terme : une obligation détenue jusqu'à maturité n'a pas de risque de liquidité. Cependant, le risque de liquidité est croissant avec la taille de la position.

Ainsi, les sociétés de gestion peuvent piloter leur profil de rendement-risque en optant pour une allocation stratégique sur des poches d'actifs non-liquides (par exemple : la dette privée). Une telle poche permet de relever le rendement attendu en captant une prime et des gains en termes de diversification.

Dans le cas de stratégies sur des actifs liquides, le taux de rotation doit être surveillé ainsi que le coût ex ante des stratégies en termes de liquidité. Le calcul d'un point mort incluant les coûts de transaction est recommandé au niveau d'un titre ou d'une stratégie.

Swing pricing

Le principe du *swing pricing* est de protéger la performance globale du portefeuille (d'un fonds) au bénéfice des investisseurs existants.

L'activité d'intermédiation engendre des coûts (spread de marché, taxes...) qui sont facturés au fonds et contribuent à diluer la valeur des avoirs des investisseurs existants.

Le *swing pricing* est un mécanisme selon lequel la valeur liquidative (VL) d'un fonds est ajusté à la hausse en cas de flux entrants importants et à la baisse en cas de sorties. Ainsi, des souscriptions importantes ou flux nets positifs (respectivement des rachats ou flux nets négatifs) au-delà d'un seuil déterminé, la VL sera ajustée par un facteur. Les souscripteurs supporteront donc les coûts engendrés par leur investissement en entrant à un prix supérieur alors que les rachats seront traités à un prix inférieur. Le facteur et le seuil sont revus périodiquement par un comité dédié.

Le *swing pricing* ne génère aucun coût additionnel pour les détenteurs du fonds ; il modifie l'allocation de ces coûts entre actionnaires. Cependant, ce mécanisme engendre des écarts de prix journaliers et donc de la volatilité pour le fonds et du risque actif (*tracking error*) sans changement fondamental dans les risques inhérents au portefeuille.

Conclusion

La liquidité des marchés financiers est au centre des préoccupations actuelles des investisseurs. Cette notion traduit la capacité à échanger des actifs rapidement, en grandes quantités sans impact sur les prix. L'évolution récente du cadre réglementaire a réduit la capacité d'intermédiation des banques et le fonctionnement des marchés s'est détérioré. Ces changements imposent aux gestions de mesurer le risque de liquidité, d'intégrer ces problématiques dans leurs processus de décision et d'adapter les modèles d'allocation. La protection des intérêts des investisseurs dans des fonds face au risque de liquidité a motivé l'introduction du *swing pricing* afin de distribuer plus efficacement ce coût.

16 mars 2016

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

The analyses and opinions referenced herein represent the subjective views of the author(s) as referenced, are as of the date shown and are subject to change. There can be no assurance that developments will transpire as may be forecasted in this material.

This material is provided only to investment service providers or other Professional Clients or Qualified Investors and, when required by local regulation, only at their written request. • **In the EU (ex UK)** Distributed by NGAM S.A., a Luxembourg management company authorized by the CSSF, or one of its branch offices. NGAM S.A., 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg. • **In the UK** Provided and approved for use by NGAM UK Limited, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. • **In Switzerland** Provided by NGAM, Switzerland Sàrl. • **In and from the DIFC** Distributed in and from the DIFC financial district to Professional Clients only by NGAM Middle East, a branch of NGAM UK Limited, which is regulated by the DFSA. Office 603 – Level 6, Currency House Tower 2, P.O. Box 118257, DIFC, Dubai, United Arab Emirates. • **In Singapore** Provided by NGAM Singapore (name registration no. 5310272FD), a division of Natixis Asset Management Asia Limited, formerly known as Absolute Asia Asset Management Limited, to Institutional Investors and Accredited Investors for information only. Natixis Asset Management Asia Limited is authorized by the Monetary Authority of Singapore (Company registration No.199801044D) and holds a Capital Markets Services License to provide investment management services in Singapore. Registered office: 10 Collyer Quay, #14-07/08 Ocean Financial Centre. Singapore 049315. • **In Hong Kong** Issued by NGAM Hong Kong Limited. • **In Taiwan:** This material is provided by NGAM Securities Investment Consulting Co., Ltd., a Securities Investment Consulting Enterprise regulated by the Financial Supervisory Commission of the R.O.C and a business development unit of Natixis Global Asset Management. Registered address: 16F-1, No. 76, Section 2, Tun Hwa South Road, Taipei, Taiwan, Da-An District, 106 (Ruentex Financial Building I), R.O.C., license number 2012 FSC SICE No. 039, Tel. +886 2 2784 5777. • **In Japan** Provided by Natixis Asset Management Japan Co., Registration No.: Director-General of the Kanto Local Financial Bureau (kinsho) No. 425. Content of Business: The Company conducts discretionary asset management business and investment advisory and agency business as a Financial Instruments Business Operator. Registered address: 2-2-3 Uchisaiwaicho, Chiyoda-ku, Tokyo. • **In Australia** This document is issued by NGAM Australia Limited ("NGAM AUST") (ABN 60 088 786 289) (AFSL No. 246830) and is intended for the general information of financial advisers and wholesale clients only and does not constitute any offer or solicitation to buy or sell securities and no investment advice or recommendation. Investment involves risks. This document may not be reproduced, distributed or published, in whole or in part, without the prior approval of NGAM AUST. Information herein is based on sources NGAM AUST believe to be accurate and reliable as at the date it was made. NGAM AUST reserve the right to revise any information herein at any time without notice. • **In Mexico** This material is provided by NGAM Mexico, S. de R.L. de C.V., which is not a regulated financial entity or an investment advisor and is not regulated by the Comisión Nacional Bancaria y de Valores or any other Mexican authority. This material should not be considered investment advice of any type and does not represent the performance of any regulated financial activities. Any products, services or investments referred to herein are rendered or offered in a jurisdiction other than Mexico. In order to request the products or services mentioned in these materials it will be necessary to contact Natixis Global Asset Management outside Mexican territory.

The above referenced entities are business development units of Natixis Global Asset Management, the holding company of a diverse line-up of specialised investment management and distribution entities worldwide. Although Natixis Global Asset Management believes the information provided in this material to be reliable, it does not guarantee the accuracy, adequacy or completeness of such information.