

La liquidité des marchés : mythe et réalité

L'évolution en cours du fonctionnement des marchés obligataires s'accompagne de la perception d'une dégradation structurelle et générale de leur liquidité, porteuse de risques pour la stabilité du système financier. Ce Focus montre que la réalité est plus nuancée et que la dégradation n'est pas forcément là où l'on croit. Ainsi, les indicateurs traditionnels apparaissent, par exemple sur les titres de dette souveraine, en contradiction avec la perception des acteurs. L'altération de la liquidité concerne certains segments de marché plus que d'autres et affecte davantage sa volatilité et son niveau moyen que son prix. Elle est alimentée en outre par des facteurs conjoncturels et structurels dont l'impact sur la robustesse du système financier devra être apprécié à moyen terme. La période de transition actuelle peut néanmoins conduire à une organisation plus efficace des marchés obligataires, à une offre de services de liquidité plus résistante aux chocs et dont le prix reflète mieux la réalité des risques engagés, et enfin à un renforcement de la gestion par les investisseurs du risque d'assèchement de la liquidité. Des actions tant des pouvoirs publics que des acteurs des marchés pourront utilement aider à la matérialisation de ce scénario favorable.

■ Comment mesurer la liquidité d'un marché ?

Le marché d'un actif financier est généralement considéré comme liquide dès lors qu'il offre la possibilité d'acheter ou de vendre à tout moment cet actif, pour des montants significatifs et sans que son prix n'en soit notablement ni durablement affecté.

La liquidité a donc de multiples aspects qui ne peuvent être évalués par un seul critère, d'où les nombreux indicateurs qui sont utilisés pour l'appréhender. Toutefois, la disponibilité de ces indicateurs est incomplète, qui plus est avec une périodicité variable selon les segments des marchés obligataires observés, du fait de la prédominance de la négociation de gré à gré « à la voix ».

■ Que nous disent ces indicateurs aujourd'hui ?

Sur les marchés pour lesquels les indicateurs traditionnels peuvent être calculés et suivis, ceux-ci apparaissent, au moins sur les dettes souveraines, en contradiction avec la perception des acteurs. Les indicateurs de prix du service de liquidité traditionnellement assuré sur les marchés obligataires par les teneurs de marché (typiquement leurs écarts de cotation ou *bid-offer spreads*) reflètent une liquidité abondante, alors que les investisseurs se plaignent d'une détérioration et d'une fragilisation de celle-ci.

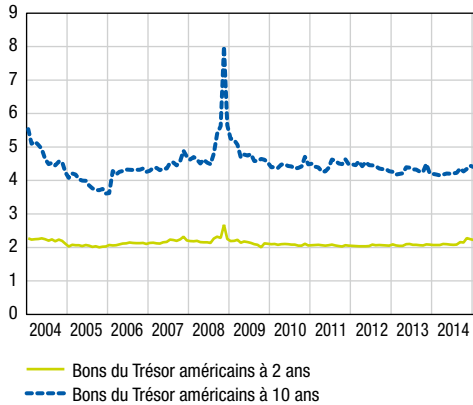
En revanche les indicateurs de volume reflètent plus clairement une dégradation du niveau moyen de la liquidité disponible :

- la taille unitaire moyenne des transactions, ainsi que les montants associés aux prix affichés par les teneurs de marché sont en diminution, avec une orientation à la hausse, au cours de la période récente, de la sensibilité de l'évolution des prix aux quantités de titres échangés ;
- ce phénomène a tendance à s'auto-entretenir car la réduction de la taille moyenne des transactions implique que toute transaction d'un montant supérieur risque d'avoir un impact important sur le prix. Il conduit donc les intervenants à fractionner leurs ordres, et les teneurs de marché à limiter les quantités qu'ils cotent en continu ;
- il est d'une ampleur différenciée selon les segments de marché et les zones géographiques.

Écarts de cotation

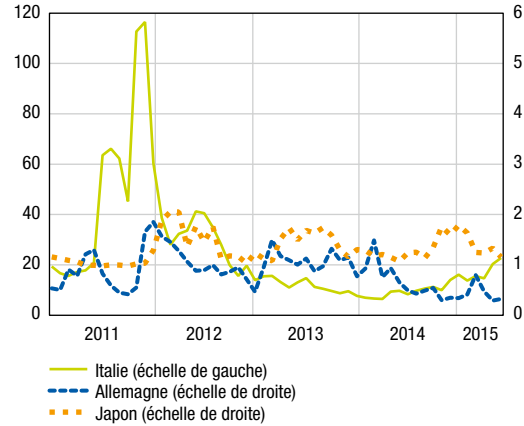
Bons du Trésor américains

(en 1/256 point de base)



Zone euro et Japon

(en points de base)



Source : Comité sur le système financier mondial (BRI).

Il en résulte un effet dit de « bifurcation » de la liquidité, celle-ci présentant une tendance à se concentrer sur certains segments de marché, voire même sur certains titres, par opposition à d'autres (par exemple : obligations souveraines vs obligations du secteur privé, titres *on-the-run* vs titres *off-the-run* ¹).

Parallèlement, cette moindre profondeur de la liquidité semble s'être accompagnée d'une plus grande fragilité. Cette conjecture a été alimentée, récemment, par certains événements imprévus et que la seule analyse des fondamentaux ou les publications de données économiques n'expliquent pas, qui se sont caractérisés par une brusque résurgence de la volatilité et ont entraîné de très violents mouvements sur le prix d'actifs pourtant réputés comme étant les plus liquides ².

2

D'où vient cette transformation ?

L'évolution de la liquidité des marchés obligataires est influencée positivement et négativement par au moins trois grands types de facteurs, de nature conjoncturelle aussi bien que structurelle.

♦ **Une évolution opposée de l'offre et la demande de services de liquidité :** les teneurs de marché, qui jouent un rôle primordial en absorbant dans leur bilan les déséquilibres momentanés entre l'offre et la demande de titres, ont revu à la baisse leur appétit pour les risques associés à ce rôle à la lumière des effets de la crise, ce d'autant plus que les évolutions de la réglementation devraient accroître le coût de cette fourniture de liquidité. Ils ont ainsi globalement fait évoluer leur offre de services ³ dans le sens d'une réduction et d'une plus grande sélectivité. Parallèlement, les émissions de titres de dette comme le montant des actifs obligataires détenus par des fonds ouverts ont très fortement progressé, renforçant la demande de liquidité et l'exposition au risque que, en cas de choc, des rachats à grande échelle de la part des investisseurs n'alimentent de la part de ces fonds une offre d'actifs à vendre que le marché pourrait difficilement absorber.

¹ En général appliqué au marché des bons du Trésor américains, le terme « on-the-run » désigne les titres les plus récemment émis pour chacune des maturités. Les autres titres sont désignés comme « off-the-run », et sont moins traités par les teneurs de marché. Lorsqu'un titre est émis, il devient le nouveau on-the-run, et les précédents sont relégués progressivement au statut de off-the-run.

² « Flash rally » sur le marché des bons du Trésor américains : le 15 octobre 2014, le taux du benchmark 10 ans américain a, entre 9h33 et 9h45 (heure de New York), perdu 16 points de base puis rebondi pour retracer intégralement cette baisse. Aucune cause évidente ne peut expliquer un tel mouvement, sans précédent dans l'histoire récente du marché des titres d'État américains.

« Bund Tantrum » : le 7 mai 2015, dans un contexte de dépréciation du marché obligataire allemand entamé depuis une quinzaine de jours, le taux du Bund 10 ans est brusquement monté de plus de 20 points de base avant de revenir à ses niveaux d'ouverture. Là non plus, il n'existe pas de raison spécifique expliquant le déclenchement d'un tel mouvement ce jour-là.

³ Ceci se manifeste notamment par une réduction de leur stock de titres, en particulier d'obligations du secteur privé, et reflète une gestion plus stricte de leurs risques et de leur bilan.

- **Le développement des marchés électroniques :** celui-ci a profondément modifié la structure et le fonctionnement des marchés obligataires, jusqu'alors uniquement basés sur le modèle de relations bilatérales « à la voix » et centrés sur les teneurs de marché. Il en est résulté une confrontation plus efficace des ordres d'achat et de vente et un élargissement de la palette des intermédiaires, qui ont favorisé une baisse des coûts de transaction et eu un impact positif sur la liquidité du marché. Mais le développement des plateformes électroniques a aussi contribué à l'émergence de nouvelles formes de *trading* et de nouveaux acteurs, en particulier les firmes de *trading* haute-fréquence (HFT – *high frequency trading*)⁴ dont l'impact sur la liquidité peut être déstabilisant. Très actives dans des marchés stables, ces firmes ont tendance à réduire ou à retirer leurs ordres en période de forte volatilité. La profondeur du marché secondaire qu'elles alimentent est donc versatile et artificielle, et nombre de leurs stratégies sont corrélées entre elles, ce qui crée un risque de spirale qui peut contribuer aux krachs éclairs (*flash crash*) dont la fréquence a augmenté ces dernières années.
- **Les politiques monétaires non conventionnelles menées par les banques centrales :** en favorisant des conditions de financement et une dynamique d'évolution des prix des actifs très favorables à la suite de la crise de 2008, les banques centrales des pays avancés ont largement contribué à ramener un niveau de liquidité satisfaisant sur leurs marchés mais leurs programmes massifs de *quantitative easing* ont aussi eu pour effet de réduire les titres disponibles sur le marché secondaire, ce qui, sur certains segments, a pu contribuer à les rendre moins liquides. C'est pourquoi la Banque centrale européenne a accompagné la mise en œuvre de son programme d'achat de titres publics de l'offre d'une facilité de prêt de titres qui a permis, jusqu'à présent, d'assurer un bon niveau de liquidité de ce segment du marché obligataire de l'euro.

■ Quelles mesures de soutien de la part des pouvoirs publics et des acteurs du marché ?

En accroissant la concurrence, et en assurant une confrontation large et rapide des ordres d'achat et de vente, la montée en puissance des plateformes électroniques et l'émergence de nouveaux acteurs pourraient contribuer à réduire la portée des phénomènes de bifurcation et de fragilité de la liquidité de marché que l'on observe aujourd'hui.

3

L'impact de ces facteurs de soutien à la liquidité sera d'autant plus positif que les pouvoirs publics et les acteurs du marché poursuivront les efforts engagés, en particulier pour améliorer la transparence des marchés obligataires, développer des outils de suivi des conditions de liquidité, renforcer les capacités de gestion et d'absorption du risque de liquidité par tous les utilisateurs et les dispositifs de soutien à la liquidité en période de forte tension.

Il est également important de veiller à ce que les conditions d'accès et de *trading* sur les marchés obligataires permettent de bien encadrer le développement du *trading* haute fréquence et d'assurer le maintien d'une diversité suffisante d'acteurs et du rôle des teneurs de marché traditionnels. La capacité de ces derniers à traiter en principal⁵ prend en effet tout son intérêt lorsque le marché est plus volatil. Il est nécessaire pour cela que leur capacité ainsi que leur volonté d'agir ne soient pas contraintes à l'excès, et qu'ils conservent des incitations à intervenir en continu.

⁴ Le trading HFT est une sous-catégorie du trading dit « algorithmique » ou « automatisé », exercé par des sociétés d'arbitrage pour compte propre, dont le placement des ordres et les décisions d'exécution sont générés automatiquement par des programmes informatiques.

⁵ Par opposition à traiter « en tant qu'agent » : il s'agit de la capacité des teneurs de marché traditionnels, les banques, à traiter en leur nom propre, en utilisant leur bilan, dans le cadre de leur activité d'intermédiation.