

MACRO RESEARCH: THE RECORD

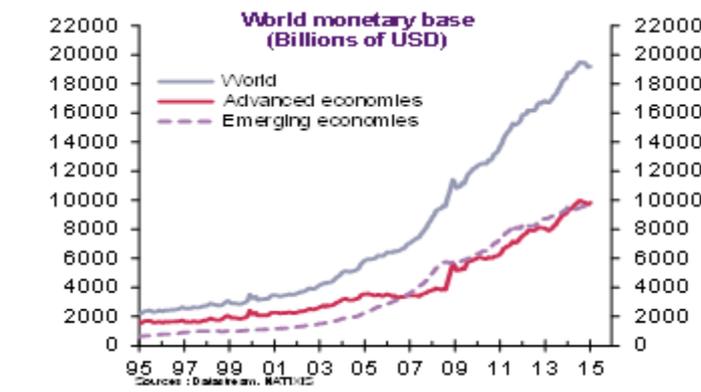
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

7 Aout 2015

La crise de liquidité qui nous menace

L'évolution de la nature du financement de l'économie, avec un nombre croissant d'acteurs en charge ou dépendant de l'intermédiation du collatéral, a transformé la nature du risque financier. Dans le même temps, la capacité d'absorption de nombreux courtiers et market-makers a diminué sous l'effet de l'alourdissement de la réglementation depuis la crise. Cette évolution, associée à une exposition croissante des investisseurs à des actifs illiquides, serait-elle un signe avant-coureur de la prochaine crise financière ? La dernière crise était principalement liée à l'activité de titrisation et à la liquidité des financements. La prochaine pourrait être déclenchée par une insuffisance de la liquidité de marché, c'est-à-dire la capacité des actifs à transiter rapidement au sein du système.

Il peut sembler paradoxal de mettre en garde contre une crise de la liquidité à un moment où les banques centrales injectent de manière généralisée des liquidités abondantes pour lutter notamment contre la déflation. Le montant total des actifs détenus par les banques centrales de la planète a atteint le plus haut historique de 20 000 milliards de dollars US, soit environ 25% du PIB mondial. Pour autant, les évolutions récentes suggèrent que l'illiquidité présegue de temps difficiles sur les marchés financiers.



D'un modèle à l'autre

Si la liquidité est depuis longtemps au cœur de la modélisation des banques, il s'agissait principalement de la liquidité du capital physique. Le modèle le plus connu, développé en 1983 par Diamond et Dibaig, explore les risques associés à la transformation des maturités, c'est-à-dire à l'utilisation de dépôts à court terme liquides pour financer des investissements à long terme non liquides (logements, investissements...). Les restrictions (contractions) du crédit sont accentuées en cas de crise du côté du passif (réduction des dépôts) ou de l'actif – la qualité des actifs étant affectée par le risque de défaut (influencé par la position de l'économie dans le cycle). Il s'agissait du modèle bancaire traditionnel d'octroi de crédits qui étaient ensuite conservés au bilan. Dans ce cadre, le concept de liquidité était lié aux caractéristiques intrinsèques de l'actif physique qui était financé et à la capacité des déposants à avoir accès à leurs fonds dans des délais rapides. Les banques avaient l'avantage de pouvoir gérer ce risque et réduire l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs. La sélection (ou filtrage) des débiteurs était supposée être plus efficace dans un modèle bancaire que dans une économie purement tributaire du marché des titres.

Dans ce cadre classique, les banques sont perçues comme effectuant une transformation qualitative d'actifs : création de liquidité et transformation du risque. Ce financement d'actifs illiquides au moyen de passifs liquides s'étend également aux engagements de prêts hors bilan. En dépit de l'aléa moral associé, la stabilité du modèle a

longtemps été assurée par la garantie publique des dépôts, avec un coût associé : la détention d'actifs réglementés (bien que de manière pas toujours rigoureuse), et offrant des flux de trésorerie relativement sûrs, constitue la condition pour l'existence d'un prêteur en dernier ressort. Sans avoir jamais été officiellement déclaré, le renflouement public a toujours été implicite étant donné les risques systémiques associés aux établissements « too big to fail ».

Depuis, le modèle « originate-to-hold » a évolué vers le modèle « originate-to-distribute », en faisant appel à la titrisation. Associée au financement sécurisé, la titrisation définit la manière dont le système bancaire parallèle (« shadow banking ») canalise l'épargne vers l'investissement. La distinction entre les systèmes bancaires traditionnels et parallèles est pourtant plus artificielle et théorique qu'empirique, les types de financements et de prêts concernés étant communs à l'ensemble du système financier. Selon [Claessens](#) et al., les banques traditionnelles exercent un rôle d'intermédiation du crédit entre les épargnants et les emprunteurs finaux. Les banques modernes exercent un rôle d'intermédiation du collatéral, en finançant des portefeuilles obligataires avec des instruments du marché monétaire. La liste des intervenants est assez longue : banques d'investissement, sociétés de courtage, fonds communs de placement du marché monétaire, conduits d'ABCP, SIV, hedge funds...

La frontière entre les systèmes bancaires « réel » et « parallèle » est loin d'être nette : le financement sécurisé (de banques et surtout d'investisseurs non bancaires), le prêt de titres et la couverture (y compris aux moyens d'instruments dérivés OTC) sont autant d'aspects de l'intermédiation du collatéral. « Le collatéral permet de traiter les risques de contrepartie et, plus généralement, de faciliter l'intermédiation financière. Un petit nombre de banques, toutes des "établissements financiers d'importance systémique", c'est-à-dire des banques dont la défaillance serait susceptible de déclencher une crise financière mondiale, sont les seules à pouvoir faciliter les opérations basées sur du collatéral ». [Hanson et al.](#) décrit clairement la situation : « lorsque le système bancaire parallèle, incluant des courtiers et des hedge funds, crée des créances assimilables à des liquidités, il devient moins tributaire du filet de sécurité public, ce qui lui permet de réaliser des économies en capitaux propres. Toutefois, dans ce cas, les banques parallèles doivent détenir des actifs qui peuvent être facilement liquidés au premier signe de difficulté par des investisseurs qui doivent rester vigilants ». Les garanties, leur qualité, leur liquidité, et la facilité avec laquelle elles peuvent être cédées d'un intervenant à l'autre, voilà le facteur primordial. Si la liquidation ne peut pas s'effectuer avec la facilité évoquée ci-dessus, les difficultés se multiplient, notamment dans le cas de ventes forcées.

Liquidité et prime de liquidité

Dans le contexte des politiques d'assouplissement quantitatif généralisées, des risques déflationnistes et des compressions des primes de terme, la dégringolade des taux longs a déclenché une recherche de rendement qui a conduit de nombreux investisseurs à accroître leur exposition à des actifs illiquides, avec pour objectif de profiter du surcroît de rendement représenté par la « prime de liquidité », autrement dit la rémunération offerte pour compenser la détention d'un actif qui n'est pas liquide. Selon Ang (NBER 19436), « les agents sont prêts à payer une prime de risque d'illiquidité de 2% pour s'assurer contre le risque des crises d'illiquidité survenant une fois tous les dix ans ». Pour tout actif considéré, il existe de multiples sources d'illiquidité : coût de participation (expertise, valorisation de structures complexes et type d'investisseurs) ; coûts de transaction (due diligence, commissions) ; difficultés pour trouver un acheteur ; asymétrie d'information (principale source de gel de la liquidité) ; impact sur les prix et contraintes de financement (levier...).

En s'exposant à des actifs illiquides, les investisseurs reçoivent une prime d'illiquidité qui peut compenser les rendements faibles des actifs sûrs. Pourtant, ce faisant, ils réduisent considérablement leur capacité à rééquilibrer leurs portefeuilles facilement, en temps opportun et sans coût, car ces positions sont verrouillées, par manque de contrepartie ou parce que la négociation est limitée à certains laps de temps. Faute d'opportunité de négocier en continu, la difficulté de négocier ou de trouver une contrepartie est au cœur du risque d'illiquidité, indépendamment de la qualité sous-jacente de l'actif. Il ne faut pas non plus sous-estimer un autre aspect de l'illiquidité : l'asymétrie d'information concernant la qualité de l'actif. L'incapacité à évaluer rapidement la qualité de l'actif est une des sources de l'illiquidité. Les tensions commerciales (recherche de contrepartie) et l'asymétrie d'information sont ici le nœud du problème.

La part croissante des actifs illiquides dans les portefeuilles des investisseurs met en relief l'importance des deux principales caractéristiques de la liquidité du marché. La liquidité de financement est la facilité avec laquelle des intermédiaires financiers (ou des investisseurs, déposataires, SIV) peuvent obtenir un financement (montant, maturité) adapté à leurs besoins. La liquidité de marché est la facilité avec laquelle un actif peut être vendu sans décote sensible (mesurée par l'ampleur de la fourchette entre cours acheteur et vendeur dans un marché organisé). Un actif sûr offre généralement une relativement bonne liquidité de marché dans tous les cas, ainsi que, bien entendu, un très faible risque de défaut. La liquidité peut être perturbée par l'accès au financement, mais aussi par la réticence ou l'incapacité des intermédiaires à négocier, conserver et céder des actifs.

Dualité des forces et risques croissants

La vulnérabilité des banques traditionnelles, qui créent de la liquidité au moyen des dépôts et détiennent des prêts non négociables, a été partiellement contrebalancée par l'existence d'un prêteur en dernier ressort et la garantie publique des dépôts. La titrisation a également joué un rôle mais, depuis la montée en puissance du modèle originate-to-distribute, une part croissante du secteur financier (banques d'investissement et le reste du secteur bancaire parallèle) est financée au moyen d'opérations de repos portant sur des titres négociables dont la liquidité n'est pas toujours assurée (ventes forcées, actifs illiquides). En outre, les besoins de financements s'effectuent au moyen de créances assimilables à des liquidités (parts du marché monétaire, repos) qui ne peuvent pas être utilisées directement à des fins de transaction et doivent donc être liquidées à des fins de transaction (remboursements).

Par ailleurs, la compression des rendements a conduit à une quête de rendement dont les conséquences ne sont pas toujours prises en compte. Outre qu'ils sont plus exposés au risque de durée (en tirant parti de la configuration de la courbe des taux vers les maturités plus longues) ou au risque de crédit (marché high-yield par exemple, où les émissions de prêts assortis de clauses peu contraignantes ont fortement augmenté), de plus en plus d'investisseurs sont exposés à des actifs illiquides afin de profiter de la prime associée. S'il est vrai que la liquidité dépend de l'état du marché (crise ou exubérance), puisque les conditions de marché jouent un rôle important, elle possède également une caractéristique idiosyncrasique : la proportion croissante d'actifs illiquides (infrastructures, immobilier institutionnel, voire obligations d'entreprises illiquides) dans les portefeuilles des investisseurs est préoccupante, d'autant que les portefeuilles des opérateurs et leur capacité de négociation ont diminué.

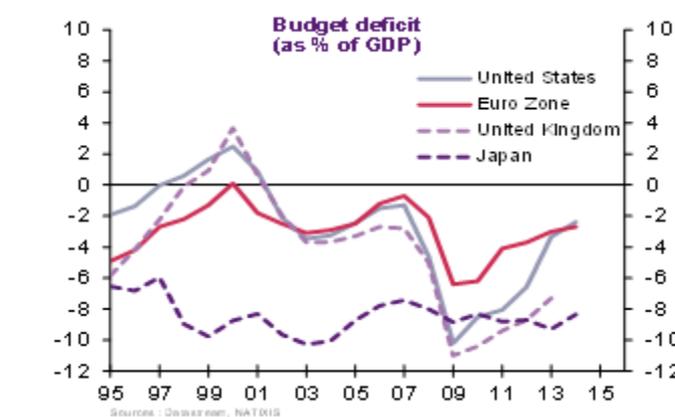
La dernière crise était principalement liée à l'activité de titrisation et à la liquidité des financements. La prochaine pourrait être déclenchée par une insuffisance de la liquidité de marché (capacité des actifs à se déplacer rapidement au sein du système).

Catalyseurs et amplificateurs potentiels

1. Réglementation : dans un monde dans lequel les opérateurs jouent un rôle important dans le transfert de risque et du prêt de titres, la limitation de l'activité de trading (ratio LCR, limites de négociation et exigences de reporting détaillés imposées aux market makers) a sensiblement réduit les portefeuilles des opérateurs dans de nombreuses classes d'actifs. Si le ROI des activités de market-making est pénalisé par la réglementation, le prochain épisode de ventes forcées pourrait mal se terminer.
2. L'augmentation du taux de défaut d'une classe d'actifs pourrait également inciter certains investisseurs à réexaminer le risque d'illiquidité intrinsèque de l'ensemble de leur portefeuille. La hausse des défauts de petites entreprises parapétrolières pourrait jouer ce rôle.

Conclusion

Plus les rendements souverains resteront bas et les actifs sûrs seront rares (une éventualité très probable en l'absence de signe de réduction de la taille des bilans de nombreuses banques centrales et, dans le même temps, la correction des déséquilibres budgétaires – voir graphique ci-dessous), plus le pourcentage d'actifs illiquides dans les portefeuilles de nombreux investisseurs sera susceptible d'augmenter. Etant donné que l'absorption du collatéral par les opérateurs diminue et que le repo et les fonds communs du marché monétaire restent assimilés à de la monnaie, et au regard des divergences entre les besoins des investisseurs (surcroît de rendement), les objectifs des politiques des banques centrales (rendements négatifs des actifs sûrs) et les conséquences de la réglementation (réduction des actifs et des portefeuilles de titres), la prochaine crise pourrait résulter non pas de la rareté des crédits et des financements mais de l'illiquidité des actifs et du gel des garanties.



L'« accélérateur financier » qui accentue la volatilité du cycle économique via le crédit bancaire est souvent blâmé pour la virulence particulière des creux économiques dans les économies basées sur l'activité bancaire (notamment la crise de la zone euro à la fin des années 2000). Dans l'environnement actuel, l'accélérateur financier ne serait pas la distribution de crédit mais plutôt la faiblesse, voire la paralysie, de la circulation du collatéral. C'est pourquoi les restrictions à la négociation des titres, et plus généralement la réglementation qui entraîne une diminution des titres au bilan, bien que justifiées dans certains cas, peuvent également être considérées comme un facteur aggravant des crises financières.

Evariste.lefeuvre@us.natixis.com / 212 891 6197