

Le risque de liquidité, un risque qui prend de l'ampleur !

Thèmes : Marchés et réglementation / Liquidité / Gestion d'actifs

Le monde de la gestion d'actif a subi deux grosses secousses au mois de juin 2019 sur le thème de la liquidité des fonds.

Le 3 juin 2019, le fond LF Woodford Equity Income Fund (environ £3bn AuM) suspendait sa liquidité à la suite de fortes décollectes. Il va maintenant être clôturé alors que le gérant s'apprête à mettre la clé sous la porte.

Une perte de valeur de plus de 80% sur les titres concernés

Quelques semaines plus tard, le 18 juin, un appel fut émis depuis Londres par le Financial Times concernant la qualité d'actifs détenus par H2O Asset Management, conduisant à une décollecte substantielle et une perte de valeur de plus de 80% sur les titres concernés. Bien que minoritaires dans le fonds, ces titres ont impacté la réputation de la société de gestion et ont causé une baisse significative de la valorisation boursière de son actionnaire, Natixis.

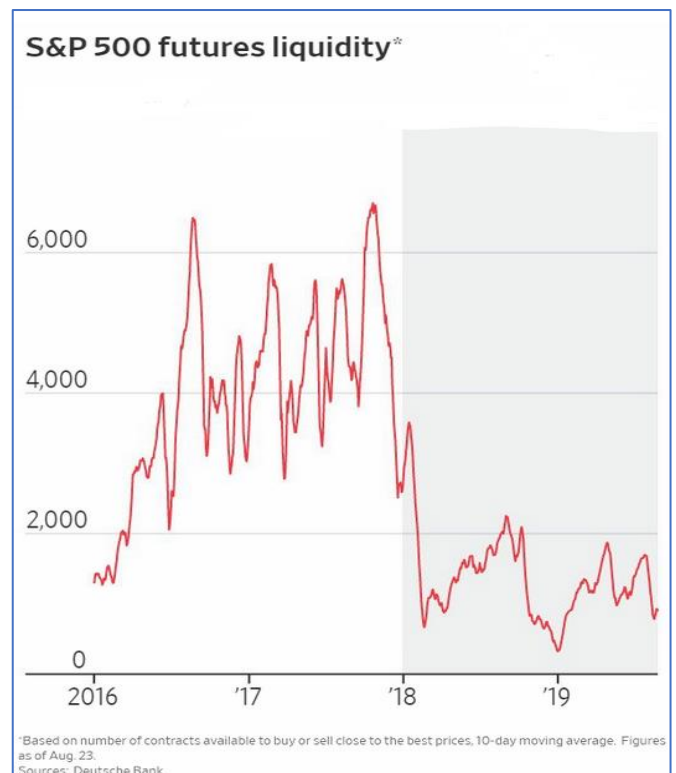
Les régulateurs, déjà conscients des problèmes récurrents de liquidité, n'ont pas tardé à renforcer encore leur attention sur cette question. L'ESMA a ainsi publié 2 rapports en septembre 2019. Le premier rapport¹ est le guide de gestion du risque de liquidité publié suite aux consultations avec les gérants d'actifs où non seulement de nombreux stress tests sont demandés mais aussi des « reverse stress tests » bien plus complexes à implémenter. Le deuxième rapport² détaille les résultats des stress tests de liquidité au niveau des fonds, des sociétés de gestions et de l'industrie en prenant en compte des effets de contamination.

¹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-882_final_report_guidelines_on_1st_in_ucits_and_aifs.pdf

² <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-stress-simulation-framework-investment-funds>

Une question de météo de marchés : temps calme avec des épisodes orageux

Malgré une volatilité extrêmement basse depuis 3 ans sur les différentes classes d'actifs, le marché n'a pas été exempt ni de flash crashes (Livre Sterling en septembre 2016, Yen en janvier 2019), ni de carnets d'ordres fantomatiques même pour les actifs réputés les plus liquides comme les futures S&P500 E-minis (février 2018 en particulier). Le crash de l'ETF XIV le 5 février 2018 a durablement secoué le marché du S&P500 avec un effondrement de la taille du carnet d'ordres d'environ 80% comme illustré sur le graphe ci-dessous.



Les crises de liquidité ont même atteint récemment l'un des piliers fondamentaux du marché avec l'assèchement du marché du repo obligataire US mi-septembre 2019.

Quels que soient les actifs considérés, il est donc impossible de se mettre complètement à l'abri des problèmes de liquidité.

Des effets combinés durables à la source des problèmes de liquidité

Alors que les banques centrales à travers le monde continuent d'injecter des liquidités, il peut paraître paradoxal de parler de problèmes de liquidité dans les marchés. Au contraire, ces politiques accommodantes peuvent donner un faux sentiment de sécurité car les motifs de ces incidents de liquidité sont structurels, grandissants, durables et ne sont pas contrôlables par la politique monétaire.

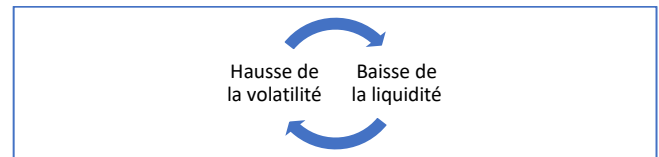
En premier lieu, suite à la crise financière de 2008, la réglementation bancaire à travers le monde a contraint les banques à porter beaucoup moins d'actifs dans leur bilan :

- soit directement, en interdisant aux salles de marché de porter des actifs illiquides (règles Volker par exemple),
- soit indirectement, en augmentant leurs besoins en capital pour porter des risques de marché.

La prise de risque des salles de marchés est étroitement contrôlée par le régulateur. Par conséquent, les banques n'agissent quasiment plus sur les marchés qu'en tant qu'agent et très peu en tant que principal.

Deuxièmement, les algorithmes de trading se sont fortement développés à la fois grâce aux progrès technologiques mais aussi à cause de la pression des banques sur leur rentabilité. Malheureusement, à la quasi-unanimité, ces algorithmes sont calibrés pour fonctionner

dans des conditions « normales » de marchés. Par conséquent, en cas de choc de marché, ces algorithmes se mettent en pause ou écartent fortement les spreads ce qui assèche la liquidité, accentue les mouvements et alimente le cercle vicieux.



Troisièmement, le développement des ETPs (« Exchange Trading Products ») et des effets de mode d'investissement de manière plus générale sur des sous-jacents dont la souche reste limitée, conduit rapidement à des effets de bulle dont les éclatements peuvent être violents et être les étincelles de mouvements de grande ampleur du fait de la fragilité des marchés et des effets « boules de neige » évoqués précédemment. Ces comportements moutonniers concernent également des porteurs finaux moins avertis étant données les facilités d'accès à ces stratégies grâce en particulier aux ETPs comme l'a illustré encore une fois l'éclatement du XIV en février 2018.

Effets de bulle dont les éclatements peuvent être violents

Une autre cause des crises de liquidité est le risque plus important pris par de nombreux acteurs de marché pour compenser les baisses de rendement soit à travers le recours au levier, soit en investissant sur des actifs moins liquides.

Du fait finalement de la croyance généralisée que le cycle économique actuel touche à sa fin, il existe moins d'investisseurs prêts à rapidement déployer du risque en

cas de correction contrairement aux années précédentes. La correction de fin d'année 2018 en est un bon exemple.

A moyen terme, nous ne voyons aucune diminution des catalyseurs des crises d'illiquidité. Il nous semble donc important de considérer le risque de liquidité comme un risque majeur dans la gestion d'actif.

Un cadre réglementaire plus exigeant

Dans ce contexte financier propice aux crises de liquidité auquel il faut ajouter les incidents récents qui ont touché certains gérants, il est normal que les régulateurs se penchent assidûment sur la problématique et incitent les gérants à quantifier les risques et à se préparer au mieux à ces crises comme les y invite le guide de l'ESMA (1).

Modéliser le comportement des porteurs de parts

Non seulement l'ESMA préconise d'utiliser des scénarios de chocs de liquidité sur les actifs pour chaque fonds mais aussi de considérer ces chocs au niveau de la société de gestion et du marché de manière plus générale pour prendre en compte les effets de contagion. Ce rapport insiste par ailleurs sur le **besoin pour le gérant de bien modéliser le comportement de ses porteurs de parts pour valider l'adéquation entre la typologie des porteurs et la liquidité des actifs du fonds.**

L'ESMA prône également le besoin d'utiliser le « reverse stress-testing » qu'elle veut différent des stress-tests traditionnels. En effet, **le « reverse stress-testing » est une réflexion plus poussée et extrême sur les catalyseurs qui pourraient amener à des scénarios inédits.** Ces tests ont pour but de mieux préparer les

gérants en leur faisant envisager l'inévitable et, en préparant au mieux ces gérants, prévenir l'amplification d'une crise de liquidité par les gérants suite à des ventes forcées.

Des instruments tels que le plafonnement des rachats ou les remboursements en nature ont aussi été mis en place par les régulateurs dès 2017. Les cas de Woodford IM et H2O AM permettent aux porteurs de parts de mieux comprendre le bénéfice de telles clauses : en effet, si en première lecture, elles semblent diminuer la liquidité, en réalité, à moyen terme, elles permettent une meilleure liquidité et des meilleurs résultats économiques pour les porteurs.

Il reste en revanche des zones d'ombre quant à la procédure optimale à appliquer en cas de forte décollecte. Les résultats de l'ESMA (2) montrent qu'un dénouement des positions en cascade (des actifs les plus liquides aux moins liquides) apporte des bénéfices mais qu'un tel mécanisme est plutôt contraire à une politique « saine » de gestion qui préconise des dénouements par tranche. Il est donc nécessaire de trouver le bon équilibre entre ces deux approches pour balancer au mieux les risques de liquidité, les risques de marché et les risques réputationnels tout en respectant les engagements du prospectus.

Conclusion

A la vue des épisodes récurrents d'assèchement de liquidité dans les marchés, de la soudaineté et la violence de ces chocs ainsi que des incidents récents subis par Woodford IM et H2O AM, il est logique que le régulateur se focalise de plus en plus sur la gestion des risques de liquidité. Le problème est facile à identifier, complexe à évaluer, et encore plus complexe à résoudre.

Prendre en compte les nombreux effets dominos des chocs de liquidité, envisager les potentiels dysfonctionnements de piliers fondamentaux de marché et en même temps anticiper les réactions de ses clients finaux est un exercice extrêmement demandeur.

Malgré la difficulté de l'exercice, le gérant doit non seulement anticiper et communiquer sur sa stratégie de gestion de ces problématiques grâce aux instruments validés par les régulateurs mais il doit aussi être prêt à s'adapter à un cadre réglementaire avec des exigences croissantes sur la gestion de ces risques. ■

ESTER vous accompagne dans l'audit des risques de liquidité et la mise en place d'un dispositif adapté.



Elsa Sitruk, Directrice Générale
01 70 60 72 33
elsa.sitruk@esterfinance.com



Stéphane Kourganoff, Président
01 70 60 72 32
stephane.kourganoff@esterfinance.com



Damien Liebaut, Associé
01 70 60 72 33
damien.liebaut@esterfinance.com

Avertissement

La société ESTER s'entoure de toutes les précautions d'usage et tests pour fournir des informations aussi justes que possible. En aucune façon, les niveaux de prix et informations fournies par ESTER, ne constituent un conseil en investissement. Ces valorisations et informations ne représentent pas non plus une sollicitation, recommandation ou invitation à acheter ou vendre des produits financiers et n'engagent en aucune manière la société ESTER. Les idées et opinions émises dans le cadre de cette lettre par les consultants d'ESTER résultent d'analyses faites en toute bonne foi et sur la base d'un ensemble limité d'informations qu'ESTER et ses consultants pensent être fiables. Elles n'ont aucun pouvoir prédictif sur l'évolution des marchés. ESTER ou ses consultants ne pourront être en aucun cas rendus responsables de toute action, manque d'action, ou délai dans l'action résultant des analyses et opinions exprimées dans cette lettre. Avant d'agir sur la base de ces opinions ou idées, vous devrez décider si elles sont applicables à votre situation propre, à vos objectifs de gestion, et à votre situation réglementaire et fiscale. En conséquence, ESTER ne pourra être tenu comme responsable des idées, déductions, conclusions et plus généralement toute information communiquées dans cette lettre. ESTER décline toute responsabilité sur l'utilisation que le Client ou de tierces personnes pourraient faire des informations, résultats, et analyses déclinant de la mission.

ESTER est Conseiller en Investissements Financiers immatriculé à l'Orias sous le numéro 13000667, www.orias.fr, et membre de la CNCIF.