

Hors Série Revue Banque Les marchés financiers

Pierre Cyrille Hautcœur, Professeur à l'Ecole d'Economie de Paris, EHESS

Liquidité

« Il faut veiller à la bonne organisation des marchés »

Une forte liquidité est nécessaire pour le bon fonctionnement des marchés, mais elle peut avoir des effets pervers selon le type d'organisation des marchés : par exemple en générant des asymétries d'informations en faveur de certains agents qui sont alors en mesure de manipuler les prix. Elle peut aussi être mal répartie, certaines valeurs faisant l'objet de très peu de transactions. Les réformes réglementaires comme la MIF n'ont apporté que peu d'améliorations à cette situation.

Les banques restent très préoccupées par le risque de liquidité : ont-elles raison ?

Les banques sont toujours préoccupées de leur liquidité car elles ont à leur passif des dépôts éminemment liquides qui peuvent être retirés à tout moment et elles ont besoin d'avoir des actifs liquides en face. Elles bénéficient tout de même de l'existence de banques centrales qui leur fournissent des liquidités ; pendant la crise elles l'ont fait de manière quasiment infinie bien au-delà même du refinancement d'actifs susceptibles d'être escomptés par les banques centrales, donc le problème de liquidité a été largement traité.

Le problème de liquidité sur les marchés financiers est un peu différent de celui de la liquidité bancaire, mais il est à craindre que ce dernier ne déteigne sur les marchés financiers. Ceux-ci ont pour objectif initial de permettre le financement des entreprises. Celles-ci réussissent à obtenir des financeurs extérieurs si les investisseurs ont l'impression qu'on leur vend des actifs à un prix décent et que ceux-ci peuvent être revendus sans difficulté. Ce qui implique que les marchés fournissent d'une part, des prix de bonne qualité qui donnent une évaluation crédible de la valeur de ces actifs et d'autre part, une liquidité suffisante. Cependant les investisseurs qui détiennent des titres n'ont pas la même urgence de liquidité que les banques : le plus souvent, le besoin ne se mesure pas pour eux du jour au lendemain, voire de la minute à la minute. Et en voulant absolument privilégier la liquidité, on oublie cette autre caractéristique essentielle qui est la fourniture d'un bon prix.

Un bon prix ne découle-t-il pas précisément de la liquidité ?

La théorie financière résout normalement cette équation en affirmant que plus la liquidité est élevée, plus le prix sera bon puisqu'il résultera de la convergence d'informations provenant d'un très grand nombre d'intervenants. Il reste que des déviations des prix par rapport aux valeurs fondamentales sont observées. A long terme, elles sont extrêmement difficiles à démontrer parce le choix de la référence pose problème ; à court terme, ces déviations sont plus simples à constater par rapport à ce qui serait le prix d'équilibre. Or elles ne semblent pas être inversement proportionnelles à la liquidité alors que la théorie voudrait que plus la liquidité est forte et moins les déviations par rapport aux fondamentaux sont significatives. Il est probable qu'il existe effectivement un seuil de liquidité en dessous duquel les prix présentent des variations très chaotiques parce que le moindre intervenant les fait bouger ; mais il existe aussi sans doute un niveau de liquidité au dessus duquel celle-ci peut devenir contre productive. Pourquoi ? Parce dans ces situations réapparaissent des asymétries

d'informations très fortes au bénéfice de certains agents qui manient des quantités d'informations considérables liées à leur position de faiseur de marchés et sont en mesure de manipuler les prix. C'est à l'heure actuelle un sujet de préoccupation pour le régulateur et les participants au marché : ils ont l'impression, sans doute à juste titre, de se faire manipuler par quelques très grandes banques d'investissement qui ont mis en place des algorithmes de trading qui leur permettent de peser sur l'orientation du marché. C'est en ce sens que des excès de liquidité peuvent avoir des effets pervers. C'est cependant un cas très particulier, le cas général étant que la liquidité est plutôt favorable.

Une autre dimension perverse de la situation actuelle est la trop forte liquidité de certaines valeurs par rapport à d'autres : beaucoup de PME voire même d'entreprises de taille importante qui émettent des actions, se sont tout d'abord confortablement classées dans les portefeuilles des investisseurs, mais avec très peu de transactions ensuite ; ce qui décourage les faiseurs de marché de s'intéresser à ces valeurs car ils ont peur de se retrouver coincés avec des paquets en compte propre.

Quelles solutions envisager pour un meilleur fonctionnement du marché ?

Concernant l'asymétrie d'information, celle-ci vient de la manière dont est organisé le marché notamment sa transparence, c'est-à-dire l'observabilité par les participants des ordres, des prix, voire même des identités des intervenants. Cela veut dire disposer d'un carnet d'ordres observable idéalement ex ante, et éventuellement ex post ; assurer une publication des informations sur les entreprises et autant que possible, une égalité d'accès cette dernière. Mais cette approche relève d'une vision française, cartésienne, de l'organisation des marchés : elle consiste à « arrêter » les situations à un moment donné et assurer l'égalité des opérateurs. Cette vision est aussi théorique et ancienne, que celle dans laquelle les acteurs sont réunis autour de la corbeille pour faire un fixing. La vision anglo saxonne, notamment britannique, est celle de la « destruction créatrice » : chacun cherche à acquérir l'information le mieux qu'il peut ; ceux qui n'y arrivent pas seront détruits et remplacés par d'autres plus performants ; la concurrence est un processus d'élimination des moins bons. Ce qui est probablement plus proche de la réalité, mais pose un problème : on perd dans ce cadre une partie substantielle des qualités politiques des marchés financiers.

Comment définissez-vous les qualités politiques des marchés ?

Revenons pour cela à Walras, qui n'était pas simplement un économiste socialiste du 19^{ème} siècle, mais aussi un philosophe de la société. Son libéralisme est d'abord la manifestation de l'égalité des hommes dans la société face à l'économie, bien sûr dans le contexte de l'époque d'une société monarchique où différents statuts légaux ne permettent pas à tous de faire des opérations similaires. Walras revendique cette égalité d'accès et démontre ce qui est une des clés d'acceptation politique du libéralisme : dans les hypothèses de son modèle qui correspond assez bien au fonctionnement des marchés boursiers organisés, les revenus sont proportionnels aux efforts, il suppose une forme de justice dans le fonctionnement de la société. Si on abandonne l'ensemble des hypothèses en quelque sorte égalitaires du modèle walrasien au profit d'une vision plus darwinienne, on risque de ne pas améliorer l'image des marchés financiers et dans une certaine mesure à juste titre.

Le problème est de trouver un équilibre entre ces deux conceptions polaires du marché : par exemple, il est probablement absurde de refuser le marché continu, qui a permis l'amélioration de la liquidité au sens le plus favorable du terme pour un grand nombre d'acteurs. Mais il est vrai aussi que sur certaines valeurs, les systèmes de fixing avec des intermédiaires neutres ont des avantages parce qu'ils rassurent, rétablissent des conditions

d'équité dans l'échange qui ne sont pas présentes dans un marché trop décentralisé plus adapté à des titres sur lesquels il y a de très gros volumes et un grand nombre d'opérateurs. L'Europe continentale dans les années 1980 se fondait sur des marchés très encadrés ; puis elle a connu la révolution technologique de l'ordinateur qui a permis d'accroître le nombre de participants potentiels au marché mais a fait exploser les organisations traditionnelles de type agents de change. Ils ont été peu regrettés en tant que groupe social, mais ils avaient des fonctions qui ont été inégalement remplacées, notamment la sécurisation des échanges. Celle-ci importe plus aux petits investisseurs qui souvent engagent une partie importante de leur patrimoine. Or les risques de contrepartie qui s'attachent au fonctionnement du marché étaient bien contrôlés dans des marchés organisés, auto réglementés pour une large part mais très réglementés, dans lesquels jouaient des solidarités entre agents de change. Les marchés réglementés aujourd'hui ont pris le relais de cette fonction et continuent à assurer la bonne fin des opérations, mais c'est beaucoup moins sûr en revanche sur d'autres marchés. Tant que cela se passe entre « adultes consentants », cela peut être accepté. Mais il n'est pas toujours clair de savoir si tous les investisseurs notamment les plus petits sont prévenus de ces risques, alors même qu'ils ont accès techniquement à des plateformes électroniques sans savoir où passent leurs ordres, ni connaître les procédures.

La directive MIF et sa prochaine réforme vont-elles dans le bon sens, en matière d'organisation des marchés ?

La MIF au départ est le reflet d'une espèce de fanatisme d'éclatement des marchés à l'anglo-saxonne, qui supposait qu'éventuellement de la confusion renaîtrait un ordre spontané. Mais la seule constatation faite jusqu'à présent est le démantèlement ou au moins l'affaiblissement des organisations anciennes, qui à force de perdre des parts de marché et d'être obligés de réduire leur coût de transaction, sont en train de détruire ce qui faisait leur qualité : l'organisation et la sécurisation des transactions, l'accès d'entreprises de taille moyenne, l'animation de leur marché ainsi que la publicité des prix... Or les nouveaux venus ne donnent pas l'impression, même une fois prises des parts de marché importantes, qu'ils sont en quête d'établir des réputations de qualité comme avaient pu le faire les compagnies d'agents de change dans différents pays.

De plus la Commission européenne semble aujourd'hui vouloir s'attaquer de la même façon aux activités post marché. Or certaines d'entre elle ont besoin d'une concentration forte pour avoir des rendements croissants et des effets de sécurisation des procédures ; et les gains d'efficacité en termes de productivité technique pure vont être très supérieurs aux gains à la marge que permet plus de concurrence. Dans ces cas là, il faudrait accepter d'avoir des espèces de silos de réalisations de la partie post marché plutôt que de vouloir en susciter tous azimuts, sans tenir compte à nouveau des problèmes de sécurité des opérations.

La réforme de la MIF propose cependant des progrès en matière de transparence, qui est le seul point sur lequel il y a convergence : personne ne défend l'absence de la transparence. Mais pour aboutir sur ce plan à une situation plus raisonnable, il faudrait aussi imposer plus de règles en termes de formation des prix , notamment assurer davantage la concurrence entre les opérateurs : on sait bien qu'aujourd'hui 4 ou 5 établissements font à eux seuls plus de la moitié des transactions et une proportion proche de 100% des ordres envoyés à travers les systèmes de trading haute fréquence. Engager des procédures sur le fondement d'une restriction à la concurrence contre ce type d'intermédiaires ne serait pas absurdes et en tout cas cohérent avec l'idéologie de la Commission européenne : il existe un paradoxe à vouloir absolument imposer la concurrence et se retrouver avec beaucoup moins d'intermédiaires dans une situation quasiment oligopolistique. On a prétendu casser en France, des monopoles en arguant qu'il n'y avait que 60 agents de change et on se retrouve, à l'échelle mondiale,

avec 5 banques qui font des opérations sur compte propre en gagnant l'argent sur le fait qu'elles disposent de l'information sur le trading de leurs clients.

Les mesures pour restreindre les opérations sur compte propre sont-elles une solution ?

Oui mais il ne sera pas possible de le contrôler efficacement. Il faudrait procéder avec Goldman Sachs de la même façon qu'avec Standard Oil en 1907, qui a été divisée en 7 sociétés. Chacune d'entre elles est devenue une entreprise importante qui s'est très bien portée mais elles n'avaient plus de position aussi dominante.

Quelle solution imaginer pour que les entreprises de plus petite taille soient plus visibles dans les marchés ?

Ces entreprises ne souhaitent pas nécessairement qu'il y ait beaucoup de transactions sur leurs titres car elles craignent d'être à la merci de mouvements incontrôlés de leurs cours. Il suffit que quelques grands investisseurs institutionnels décident d'acheter le titre pour que les grimper et inversement, leurs ventes feront chuter les cours dans des proportions exagérées. Pour éviter ces écarts excessifs, il faut s'efforcer de réunir les ordres et les exécuter de manière ordonnée. C'est coûteux et c'est une des raisons pour lesquelles les marchés organisés avaient des rentes : sans pour autant avoir d'obligations réglementaires, les agents de change acceptaient de coter ces titres car ils étaient soucieux de leur position politique, de leur utilité sociale pour avoir un soutien auprès d'une population autre que les investisseurs ou les banques d'affaires. Le bon fonctionnement des marchés va avec leur acceptabilité politique : il faut y veiller et cela relève de la responsabilité collective, et reste donc difficile à assumer, à la fois par le gouvernement, les intervenants et les associations professionnelles.

La Commission européenne ne se préoccupe pas de cette dimension politique peut être parce qu'il n'existe pas aujourd'hui de pouvoir politique fédéral en Europe ?

La première raison est que parmi les groupes d'intérêt qui jouent à Bruxelles, certains sont mieux organisés que d'autres : Goldman Sachs n'a pas de mal à se faire entendre à Bruxelles ! Les gouvernements de certains pays sont conscients du problème et essaient d'être plus audibles : mais ils ne doivent pas apparaître comme défendant leurs seuls intérêts nationaux, ce qui est trop souvent le cas, car cela renforce chez les hauts fonctionnaires européens le sentiment d'être les seuls détenteurs du bien commun.