

Monétiser sa liquidité : Bonne gestion ou risque inconsidéré ?

Paradoxalement, alors que les Banques Centrales inondent les banques de liquidités, les banques restent très vigilantes sur leur risque de liquidité dans un contexte où la réglementation impose des contraintes fortes (LCR, NSFR, ILAAP) et où la collatéralisation systématique des risques de contrepartie OTC et l'utilisation de collatéral pour diminuer leurs coûts de financement (titrisations, foncières, SFH etc.) nécessite de renforcer le volant de liquidité.

A l'opposé, les assureurs, les gestionnaires d'actifs et certains corporates sont excédentaires en trésorerie à long terme, n'ont pas de contrainte réglementaire en liquidité et sont tentés de monétiser leur liquidité pour obtenir un surcroît de rendement sur leurs investissements.

En effet, dans l'environnement actuel de taux ultra-bas où le taux à 5 ans des emprunts d'Etat français oscille autour de -0.40% et où le taux de rendement des Corporates européens BBB oscille en moyenne autour de +0.20%, la tentation est grande pour les investisseurs de long terme de rechercher du rendement via la monétisation de la liquidité de leur bilan. Ils acceptent ainsi de réduire leur capacité à revendre l'actif sous peine de se voir infliger un coût de transaction ou un délai de réalisation de l'actif important (ou les deux). Les assureurs, les gestionnaires d'actifs et les corporates espèrent ainsi tirer profit d'une prime de liquidité via par exemple :

- Les swaps de liquidité par lequel une contrepartie donne du cash et l'autre donne des actifs plus ou moins négociables, transparents et risqués
- Le repo titres contre titres ou titres contre cash sur des maturités longues selon un schéma économique identique au swap de liquidité.
- Les prêts de titres sur des maturités longues
- L'investissement dans des prêts bancaires généralement moins facilement négociables que des obligations.
- L'investissement dans des tranches senior ou super senior de titrisations cash ou synthétiques.
- Des titres achetés avec un départ différé: même des titres liquides comme les OATs deviennent moins liquides dans le cas des achats à départ différé plus ou moins lointains.

Traiter la liquidité n'est pas nouveau, mais alors qu'il s'agissait il y a quelques années d'obtenir un petit complément de rendement, il peut s'agir aujourd'hui de la totalité du rendement (par rapport à zéro) ou d'une part très significative du rendement d'un actif. Or la valeur de cet engagement de liquidité à plus ou moins long terme est très hétérogène et généralement peu observable. De ce fait, il est important de bien identifier dans le prix de l'actif, la part réellement due à son illiquidité et la part qui rémunère d'autres risques portés par la structure. Dans cette course au rendement, il n'est pas évident que tous les produits présentés comme monétisant la liquidité rémunèrent en effet à son juste prix l'illiquidité du sous-jacent.

Par ailleurs, donner de la liquidité à long-terme peut s'avérer dangereux. Car la liquidité d'un assureur, d'un fonds, ou d'un corporate, bien que non encadrée par la réglementation, peut connaître des à-coups significatifs même à court-terme :

a- En présence d'accords de collatéral sur les dérivés. Par exemple un institutionnel qui a acheté des titres en USD à 10 ans pour les swapper en retour euro début 2014 doit aujourd'hui verser 30% de son investissement initial en appel de marge et ce besoin de liquidité peut varier très vite. Inversement un Corporate qui a émis en USD et swappé sa dette en euro dispose actuellement, si ses dérivés sont collatéralisés, d'un trésor de guerre en liquidité bon marché (Eonia) issue des accords de collatéral. Cette liquidité peut disparaître très vite et causer un besoin de cash important et imprévu.

b- En cas d'événements exceptionnels comme une perte d'exploitation ou des défauts sur les investissements, ou une modification du comportement des clients ou des contreparties.

c- En cas de modification de la réglementation. Le régulateur des assureurs en particulier pourrait un jour soudainement se rappeler que l'assureur AIG a été sauvé par la FED d'une mort certaine suite à une crise majeure de liquidité liée aux appels de marge sur les dérivés de crédit et aux dénouements de prêts de titres à l'initiative des contreparties d'AIG. La Fed avait alors dû prêter en urgence 85 milliards de dollars à AIG le 16 septembre 2008. L'introduction de ratios de liquidité pour les assureurs n'est donc pas improbable à court ou à moyen terme.

Or la liquidité est un actif où les effets cumulatifs sont généralement violents puisqu'un manque de liquidité (ou même seulement sa perception par le marché) peut lui-même restreindre la capacité de financement ou augmenter drastiquement le coût de refinancement. La banque Dexia en avait fait l'amère expérience à l'automne 2011. Lorsqu'elle est abondante, la liquidité a une valeur discutable et peut même représenter un coût à travers des placements à court terme mal rémunérés mais lorsqu'elle se tarit la valeur de la liquidité peut devenir infinie.

Monétiser la liquidité est donc à la fois naturel pour certains acteurs qui disposent de cette « ressource rare » et cherchent à en tirer avantage, et à la fois un exercice risqué qu'il convient de mener avec parcimonie et discernement. Comme toujours, le risque se situe du côté où la réglementation n'impose pas de contrainte forte et il y a fort à parier que des excès apparaîtront chez certains assureurs, gestionnaires d'actifs ou corporates qui n'auront pas suffisamment mesuré leur besoin de liquidité en scénarios de stress. Certains fonds ont ainsi historiquement, et plus récemment sur l'immobilier anglais, transféré la réalisation d'un risque de liquidité sur les souscripteurs du fonds dont les actifs ont été bloqués.

Il est donc aujourd'hui particulièrement important pour ces entités :

- D'appliquer à leur bilan des stress tests de liquidité
- De mettre en place des limites adaptées sur les investissements illiquides
- De limiter les accords de collatéral (pour les Corporates car les assureurs et les fonds sont désormais contraints par EMIR), ou de les structurer de manière à limiter le risque de liquidité associé

ESTER peut vous assister dans cette démarche. N'hésitez pas à nous contacter.

Contacts :

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

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

Site Internet : www.esterfinance.com

Lettre d'information : La Lettre ESTER



Rédigée le 20/09/2016

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.