

# CONCLUSION



Cette thèse avait pour objet l'analyse de la liquidité à la Bourse de Paris. Nous avons abordé la notion de la liquidité par le biais de deux thèmes : la microstructure et le risque de liquidité. Suivant ce plan, nous avons traité de l'aspect « microstructurel » de la liquidité au cours d'une première partie. Ceci a donné lieu à un état de l'art et à un chapitre empirique.

Dans un premier chapitre, nous avons tout d'abord présenté les différents déterminants de la liquidité que propose la littérature : l'organisation des cotations, la segmentation des marchés, l'échelon de cotation, le marché des blocs, les contrats d'animation ou encore l'existence de fonds de pension sans oublier la capitalisation boursière qui constitue un déterminant établi de la liquidité. Outre les aspects théoriques, nous avons appuyé cette présentation par une étude empirique relative à l'incidence de l'échelon de cotation sur la liquidité à la Bourse de Paris, et aux conséquences de la création de « fonds de pension » sur le Nouveau Marché. Si le *tick* parisien ne semble pas peser sur la liquidité du marché, il apparaît que l'existence de fonds de pension devrait permettre d'améliorer sensiblement la liquidité des actions françaises. Néanmoins, le principal facteur de liquidité demeure la qualité des sociétés cotées : les investisseurs choisissent les actions en fonction des perspectives de croissance future. Par la suite, nous avons passé en revue les différentes mesures de liquidité. Le nombre important de propositions est le résultat de l'incertitude existante sur la définition exacte de la liquidité. Ces indicateurs de liquidité, bien qu'ils diffèrent par leurs fondements économiques, aboutissent en général à des constatations empiriques très proches sur un horizon quotidien. Ce résultat s'explique par le lien étroit qui existe entre les trois composantes supposées de la liquidité : le volume, la fréquence de transactions et la volatilité de court terme. En revanche, si l'on observe des données horodatées, la description de la liquidité s'avère être beaucoup plus délicate. Ces incertitudes trouvent leurs origines dans le contenu informationnel des échanges. Un fort volume est susceptible de dissimuler des informations privées d'où un élargissement des bornes de la fourchette. En conséquence, le coût d'immédiateté de l'échange va s'accroître.

Face à ces incertitudes dans la perception du niveau de liquidité, nous avons réalisé une modélisation dynamique de la liquidité dans un deuxième chapitre. Ceci a été rendu possible grâce aux nouvelles méthodes d'économétrie spécifiques aux données à haute fréquence mises à la disposition des chercheurs récemment. Nous avons appliqué au cas français une mesure statistique de la profondeur proposée par Engle et Lange (1997). Celle-ci a pour fondement une modélisation ACD des durées séparant des variations de prix [Engle et Russell (1994)]. Un tel modèle peut être considéré comme une fonction réciproque de la volatilité. Effectivement la liquidité n'est pas seulement un coût de transaction mais aussi une forme de risque. D'ailleurs cette modélisation de la liquidité indique clairement qu'un accroissement de la volatilité des cours provoque une augmentation du coût de la liquidité.

Notre seconde partie, à vocation empirique, avait justement pour objet d'étudier la liquidité non plus comme un coût mais comme un risque. Le troisième chapitre consistait à évaluer le risque de liquidité. Après une présentation d'une littérature récente, nous avons mis en œuvre deux modèles pour mettre en relief le risque de liquidité sur le Règlement Mensuel. Une première modélisation, la *value at risk* ajustée au risque de liquidité soumise par Bangia, Diebold, Schuermann et Stroughair (1999), nous a permis de démontrer la part significative du risque de liquidité dans le risque de marché. Nous avons proposé une modélisation du risque de liquidité dans un second temps. Celle-ci a pour fondement les modèles de durée. Après avoir présenté le risque de liquidité maximum encouru par un investisseur selon la position qu'il souhaite acquérir ou solder, nous avons tenté d'expliquer le concept de risque de liquidité. La méthodologie requise est quelque peu analogue à la modélisation de la demande de liquidité en excès qui avait été réalisée lors du chapitre deux. Le principal enseignement qui doit être tiré de ce modèle est qu'il existe une liquidité exogène mais aussi une liquidité endogène propre à chaque investisseur. Celui-ci doit donc gérer au mieux le placement de ses ordres pour réduire le risque de liquidité.

Le quatrième chapitre a eu pour objectif de démontrer que les marchés financiers ne sont pas un simple lieu d'échange d'actions où les courbes d'offre et de demande de titres se rencontrent. Il existe des frictions au sein de cette « économie de l'échange » [Demsetz

(1968)]. C'est un marché d'acheteurs et de vendeurs de titres mais aussi un marché d'offreurs et de demandeurs de liquidité. À l'aide d'une nouvelle méthodologie, la Reconstitution du Carnet d'Ordres (RCO), on a mis en relief différentes stratégies. D'une part, on a pu constater que si les ordres cachés n'étaient utilisés que par un dixième des investisseurs, les volumes cachés étaient parfois autant sinon plus nombreux que les volumes visibles. Ces résultats sont particulièrement significatifs en tête du carnet d'ordres. Les investisseurs automatisent leurs procédures d'achat et de vente d'actions sans révéler leurs intentions au marché. Ils sont des offreurs de liquidité en puissance car le marché ne pourrait absorber une éventuelle demande de liquidité de leur part compte tenu de la taille de leurs positions. D'autre part, on a pu mettre en relief l'existence d'une véritable dynamique de la liquidité au sein du carnet d'ordres en réalisant une étude à la manière de Biais, Hillion et Spatt (1995). Les offreurs de liquidité augmentent la liquidité quand cela est nécessaire tandis que les demandeurs attendent que la profondeur et la fourchette s'améliorent pour intervenir. Ceci va dans le sens de l'étude d'Economides et Schwartz (1995a) ; ces auteurs indiquent, en effet, que l'immédiateté n'est pas le critère le plus essentiel aux yeux des investisseurs. Ceux-ci ont en effet la possibilité d'attendre pour obtenir un meilleur prix. Enfin, cette analyse de la dynamique de la liquidité a été conclue par l'examen du flux d'ordres durant le calcul de l'indice de compensation. Il semblerait que l'immédiateté soit devenue un facteur important aux yeux de certains puisque les éventuelles stratégies de placement d'ordres sont abandonnées. Les demandeurs de liquidité ne tiennent alors plus compte de l'état du carnet d'ordres. Ce changement de comportement tend à prouver que la finalité de l'exécution immédiate est avant tout conditionnée par le désir de voir l'indice de compensation évoluer dans le sens anticipé.

Le risque de liquidité est certainement l'un des sujets de recherche les plus féconds des prochaines années en raison de sa forte incidence sur la gestion de portefeuille. La liquidité est devenue un élément à ne plus négliger dans l'établissement de couverture. Derrière le concept de liquidité se cachent les théories ayant trait à l'incomplétude des marchés ainsi qu'à l'évaluation des différents actifs dérivés. En effet, les différentes observations des marchés dérivés montrent à quel point la liquidité limite les investissements. La prime de liquidité peut atteindre des niveaux excessifs, ce qui engendre la mise en place de nouvelles techniques de gestion.

La problématique de la liquidité ne s'arrête pas là. La liquidité est une notion qui ne concerne pas seulement les autorités boursières et les investisseurs mais aussi les émetteurs. En effet, la défiance vis à vis des titres peu liquides induit une dépréciation du cours et augmente donc le niveau de rentabilité espéré. C'est pourquoi, les émetteurs souhaitent assurer la meilleure liquidité possible sur les titres émis afin d'attirer les investisseurs institutionnels qui constituent un actionnariat plus stable et plus actif. La valorisation des actions générée par leur présence permet ainsi de minimiser le coût du capital. Ce raisonnement corrobore l'argumentation de Holmström et Tirole (1993) pour qui l'information entourant une action très liquide est plus facilement valorisée qu'une même information concernant un titre illiquide. Il convient toutefois de signaler que selon Bhidé (1993), une trop grande liquidité accroît les coûts d'agence dans la mesure où l'actionnariat plus éparpillé a pour effet une diminution du contrôle des dirigeants par les actionnaires. On évoque alors l'expression du « coût caché de la liquidité ». Ces études liées à la composition de l'actionnariat connaissent un développement récent important. Ceci démontre à quel point la liquidité est un concept dont on ne connaît pas encore l'ensemble des répercussions sur le comportement des acteurs.

Tout ceci laisse augurer de nombreuses recherches à venir dans le domaine.