

Pilotage du risque de liquidité des OPCVM

Papa-Mahécor Diouf, Consultant
Mouhamed-Moustapha Camara, Consultant senior
Minh Tram, Manager

Pour la société de gestion qui souhaite mettre en place un dispositif de gestion du risque de liquidité de façon convenable, il n'est pas envisageable de dissocier risque de liquidité et connaissance précise du passif. En effet, la gestion du risque de liquidité couvre trois volets distincts : le risque actif (liquidité des instruments financiers et gestion des risques de contrepartie), le risque passif (liquidité du portefeuille et comportement des porteurs de parts) et le risque actif/passif (capacité pour l'OPCVM, la société de gestion ou sa maison mère à faire face à ses obligations de remboursement des parts de fonds).

Le risque de liquidité est quasi systémique (crise de liquidité) dans des phases de marchés baissiers, avec pour les OPCVM, une « spirale infernale » qui s'auto-alimente : les premiers actifs cédés sont les plus liquides et le fonds va voir s'accroître la part à l'actif des titres les moins liquides, ce qui peut par ailleurs amplifier l'inquiétude des porteurs et les mouvements de décollecte. Cette spirale conduit aussi à une déformation de la structure du fonds avec un déphasage du portefeuille par rapport au produit initialement commercialisé auprès des clients et l'apparition de risques de tensions sur les problématiques de conformité, de déontologie, de commercialisation (respect de la promesse client).

D'un point de vue réglementaire, le contexte financier troublé a transformé la perception de ce risque et l'accélération des évolutions réglementaires sur le risque de liquidité. Il est ainsi spécifiquement nommé dans la directive européenne UCITS IV¹. De plus, l'arrêté du 5 mai 2009 relatif à l'identification, la mesure, la gestion et le contrôle du risque de liquidité, précise que les banques maisons mères, garantes en dernier ressort de la liquidité des OPCVM de leurs filiales de gestion d'actifs sont contraintes d'intégrer ces garanties dans leur bilan.

Estimation du risque de liquidité à l'actif

Pour l'actif, constitué des instruments financiers dans lesquels est investi le capital de l'OPCVM, la liquidité de marché représente la capacité à acheter ou à vendre rapidement les actifs sans effet majeur sur les prix. L'absence de liquidité de marché engendre des pertes provenant des coûts de liquidation de positions. Même si aucun moyen n'est parfait, il en existe différents afin d'estimer le risque de liquidité pour les actifs :

- Le risque de liquidité dans des conditions de marché « normales » peut être appréhendé au travers de la mesure du bid-ask spread caractérisé par la formule suivante :

$$s = \frac{\text{cours vendeur} - \text{cours acheteur}}{\text{prix milieu de fourchette}}$$

¹ Cf. article « UCITS IV : de l'avenir de la gestion d'actifs en Europe » paru dans la lettre OTC N°40 – septembre 2009

Ainsi, si le fonds doit vendre une position de valeur α , elle enregistre un coût de dénouement égal à :

$$\text{coût} = \frac{1}{2} s \alpha$$

- La profondeur du marché peut être estimée de manière empirique : sur le volume « normal » du marché (mesuré, par exemple, sur les volumes moyens constatés les n derniers jours), ou sur la part de ce volume que l'on peut utiliser sans perturber le marché.

La Liquidity-VaR, complément de la VaR, introduit le bid-ask spread pour prendre en compte le coût de liquidation :

$$LVaR = VaR + \frac{1}{2} \sum_{i=1}^n s_i \alpha_i$$

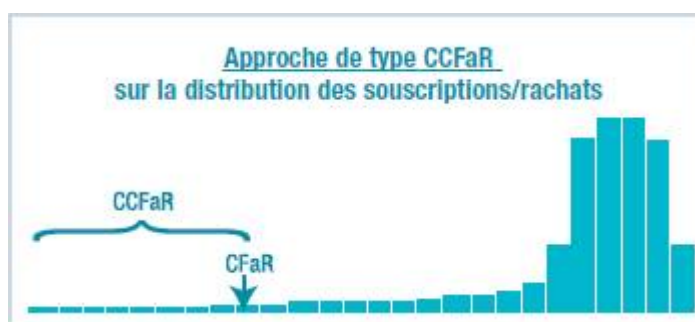
- Scénarios de stress de liquidité

Quelles que soient les méthodes utilisées, elles doivent conduire à une compréhension du comportement de l'actif lors de leur liquidation ainsi qu'à une mesure quantitative des impacts de cette liquidation sur le portefeuille. Ces simulations de liquidation reposent tant sur des considérations de volumes et de prix, que sur des contraintes de préservation de la structure du portefeuille.

Estimation du risque de liquidité au passif

Par passif d'un OPCVM on entend le capital de ce fonds de placement apporté par des investisseurs. Il faudrait idéalement proposer pour chaque cohorte d'investisseurs un modèle de comportement et en identifier les facteurs de risque. Par exemple : les variables macroéconomiques (croissance, chômage, inflation...), les variables de marché (taux, rendement, performances historiques, volatilités...) ou encore les contraintes spécifiques au type de clientèle étudié (financement des versements de dividendes ou projet d'investissement pour les entreprises, saisonnalité des phases de collecte et de paiement des pensions des Caisses de Retraite, etc.).

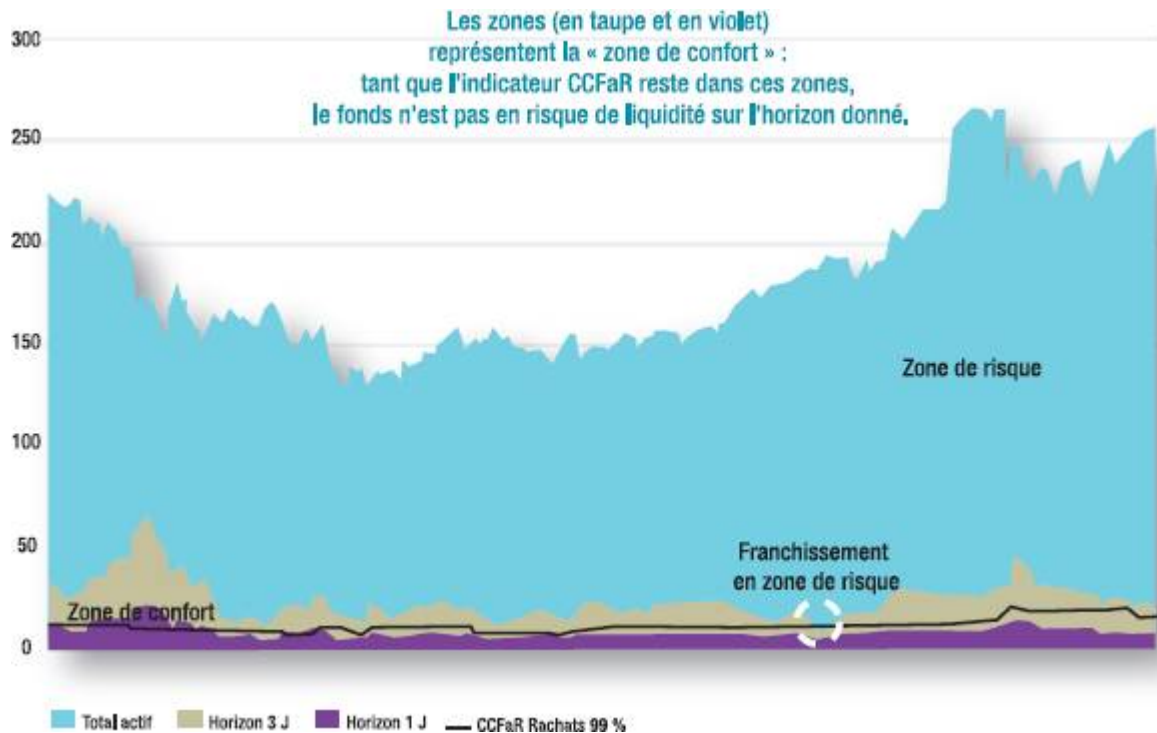
A défaut, l'approche de type CCFaR (*Conditional Cash Flow at Risk*), appliquée à la distribution historique des souscriptions/rachats, donne un éclairage sur les risques de liquidité extrêmes au passif en simulant des sorties de manière à refléter un rachat massif historique.



OUTIL DE PILOTAGE DE LA LIQUIDITÉ D'UN OPCVM

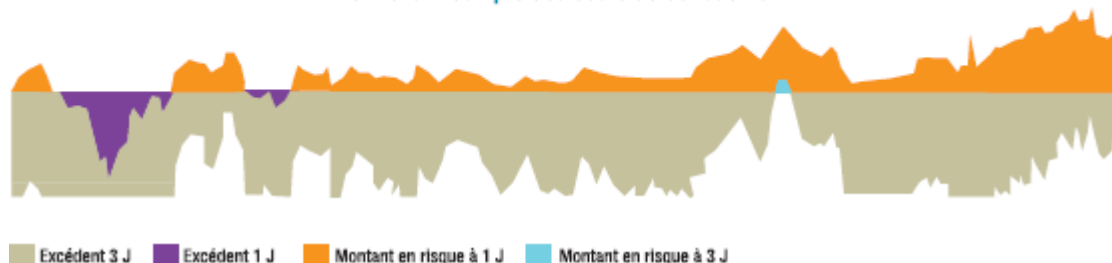
Le graphique ci-dessous permet de visualiser l'évolution dans le temps du risque de liquidité pour un OPCVM à fréquence calcul de VL (Valeur Liquidative) quotidienne dont les délais de règlement/livraison sont fixés à 3 jours, et dont le niveau de risque à suivre a été défini à 99 % (soit un événement qui se produit 2 à 3 fois par an).

Evolution du risque de liquidité



Montant en risque

Lorsque l'indicateur quitte la zone de confort pour la « zone de risque » (en bleu), le graphique ci-dessous donne une évaluation du montant en risque (par exemple, la garantie à provisionner pour la maison mère) en tenant compte des coûts de dénouement.



Gestion actif/passif de la liquidité

Une approche intégrée actif/passif permet un pilotage optimisé de la liquidité du portefeuille en ajustant les niveaux de liquidité souhaités à l'actif par rapport à ceux contraints par le passif (ou vendus au client).

Cette étude est effectuée lors du lancement du fonds afin d'en calibrer les caractéristiques : taille maximale, fréquence de valorisation, conditions d'entrées/sorties, restriction de classes d'actifs et de commercialisation à une certaine classe de clientèle...

La gestion actif/passif doit accompagner la vie du fonds par l'identification des impasses de liquidité afin de :

- **Piloter les contraintes de gestion à l'actif** : notamment déterminer la fenêtre temporelle entre la réception d'un ordre de rachat et la mise à disposition des fonds déterminant la marge de manœuvre du gérant.
- **Générer des indicateurs de pilotage de la commercialisation.**

Pour aller plus loin

Une approche statistique spécifique permettrait d'en améliorer les qualités prédictives en précisant le comportement des porteurs de parts.

De plus, l'approche de la liquidité proposée ici n'est valable qu'en conditions « normales » de marché. La prise en compte de conditions extrêmes doit venir compléter l'analyse, notamment par la mise en place de scénarios de stress.

Une des difficultés majeures dans ce genre d'analyse relève de la disponibilité et du traitement des données :

- **au passif** car la multitude de canaux de distribution des produits de la gestion collective rend difficile l'identification du souscripteur final ;
- **à l'actif** car les données de volume et de spread ne sont pas toujours fiables.

Exemple : Crise de liquidité LTCM – 1998

Le fonds spéculatif *Long Term Capital Management* (LTCM) est victime de l'avidité et de la démesure de ses dirigeants. Il dispose, à l'insu de tous, de positions tout à fait inouïes qui représentent plus de 1200 milliards de dollars, soit l'équivalent du PIB de la France au début des années 1990.

En août 1998, avec la défaillance de la Russie, les investisseurs se tournent massivement vers les emprunts américains au moment où LTCM les avait vendus à découvert.

Dès lors, toutes les tentatives du fonds pour vendre certaines de ses positions échouent, le marché manquant de liquidités. La catastrophe est inévitable : le capital du fonds plonge de 4,7 à 1,5 milliards de dollars de fin 97 à septembre 98 obligeant la FED (Banque Centrale Américaine) à intervenir pour éviter la crise systémique.