

MARCHÉS BOURSIERS

COMMENT DÉFINIR LA LIQUIDITÉ DES TITRES ?



Amine El Bied

BMCE Corporate Bank Maroc

Ancien directeur de la salle des marchés **Groupe Caisse de Dépôt et de Gestion du Maroc**

La liquidité fait l'objet de définitions multiples. Mais si certaines d'entre elles couvrent assez bien le concept, d'autres ne représentent qu'une des conditions ou un des effets de cette liquidité. Pour y mettre un peu d'ordre, on peut donner deux grandes définitions à la liquidité, une dite *a priori* et une *a posteriori*, et distinguer entre ses aspects structurel et conjoncturel.

La liquidité d'un titre est un concept à multiples facettes. Plusieurs définitions ou mesures sont possibles. La définition la plus communément acceptée est la suivante : des titres sont dits liquides s'il est possible d'acquérir ou de céder facilement et rapidement sur le marché une assez grande quantité de ces titres au prix affiché, sans provoquer de modification significative de ce prix. La liquidité d'un titre représente donc sa propension à être disponible sur le marché pour une transaction d'achat-vente. Elle se juge respectivement du point de vue du vendeur et de l'acheteur par

le niveau de la demande et par l'offre disponible. Une partie de la définition fait référence à l'immédiateté des échanges, qui constitue le facteur temporel de la liquidité. Plus un marché est liquide et plus il est aisé et rapide d'y réaliser des transactions. L'autre partie concerne la contrainte de non-modification des prix : on fait référence ici au concept de profondeur, sous-entendu profondeur d'absorption, qui représente le volume de transactions possible sans variation de cours.

LA NOTION DE RATIO DE LIQUIDITÉ

Il existe un autre concept assez proche qui indique le volume de titres nécessaire pendant une séance pour obtenir une variation de prix donnée. Il s'agit du ratio de liquidité. Il correspond à la différence entre le cours de clôture lors d'une séance de cotation donnée et celui de la séance précédente, divisée par le volume échangé durant la séance.

« La liquidité peut également être représentée par les coûts de transactions qui y sont associés. »

Une autre définition possible de la liquidité tenant compte d'une variation des cours pourrait être la vitesse de convergence vers un nouveau niveau d'équilibre des prix.

La liquidité peut également être représentée par les coûts de transaction qui y sont associés. L'idée étant que plus un marché est liquide, moins il est coûteux d'y réaliser des transactions. On identifie deux types de coûts : explicites et implicites. Les coûts d'exécution explicites sont les commissions, les courtages, la TVA et les impôts. Les coûts implicites peuvent être représentés dans un marché dirigé par les prix par la fourchette de prix acheteur-vendeur cotée ou affichée, autrement dit l'écart entre le prix offert le plus grand et le prix demandé le plus faible (le *spread bid-ask*). Dans un marché dirigé par les prix et par les ordres, il se peut qu'une négociation se fasse à l'intérieur de la fourchette affichée. Il y a donc une fourchette effective, et cette dernière représente mieux alors les coûts implicites.

LE RISQUE DE LIQUIDITÉ...

Ces deux concepts de profondeur et de coûts de transaction se rejoignent d'une certaine manière dans la notion de risque de liquidité. Le risque de liquidité correspond à la perte provenant des coûts de liquidation d'une position. Il correspond

à la perte potentielle que l'on subit par rapport au prix que l'on aurait dû obtenir, qui n'est pas forcément le prix affiché, étant donné que ce dernier peut résulter d'une situation d'illiquidité antérieure. On est donc toujours ici dans une définition de la liquidité tenant compte d'une variation des prix, l'idée étant cette fois-ci de mesurer la variation de prix pour un volume donné.

ET AUTRES MESURES...

D'autres mesures de la liquidité ne prennent pas directement en considération la variation des cours. Ces mesures sont, par exemple, le nombre de titres traités quotidiennement (en absolu ou en pourcentage du nombre total de titres ou du flottant), le nombre de transactions effectuées, le nombre d'acteurs sur le marché, la capitalisation boursière ou encore le flottant (en pourcentage du nombre total de titres).

Le concept de liquidité recouvre donc beaucoup de notions. On peut remarquer qu'elles sont liées. Ainsi, les sociétés dont les capitalisations boursières sont les plus importantes sont généralement celles dont les titres sont les plus traités. Ces sociétés attirent par leur taille un nombre plus important d'investisseurs, ces derniers privilégiant donc les actions les plus liquides dans leurs stratégies d'investissement afin de dynamiser leur portefeuille et de réduire les coûts de transactions.

On observe également qu'une illiquidité des titres se manifeste en général sous une ou plusieurs de ces formes : un faible nombre de transactions, un faible nombre d'acteurs (acheteurs ou vendeurs), une fourchette de prix élevée ou encore d'importants coûts de transaction.

LIQUIDITÉ A PRIORI ET A POSTERIORI

Toutes ces notions sont représentatives à différents degrés de la liquidité. Mais si certaines définitions semblent couvrir assez bien le concept de liquidité, d'autres ne représentent à première vue qu'une des conditions ou un des effets de cette liquidité. Il convient donc de mettre un peu d'ordre. C'est dans cette optique que nous proposons deux définitions globales de la notion de liquidité des titres :

- la première est une définition *a priori* de la liquidité. Elle serait basée sur la quantité de titres qui peut potentiellement être achetée ou vendue sans effet sur le prix. Elle est constatée avant la réalisation éventuelle d'une transaction. Cette définition fait appel aux notions d'immédiateté des échanges et de profondeur ;
- la seconde est une définition *a posteriori* de la liquidité. Elle serait représentée par le nombre de titres échangés, constaté après coup. Notons que le nombre de titres est plus représentatif que le nombre de transactions, étant donné que ces dernières peuvent se faire sur de petites quantités de titres. Les deux notions restent toutefois liées : on considère généralement qu'un titre est d'autant plus liquide que l'importance et la fréquence des échanges de ce titre sont grandes.

LIQUIDITÉ STRUCTURELLE ET CONJONCTURELLE

Par ailleurs, nous proposons de décomposer la liquidité des titres en une liquidité structurelle et une liquidité conjoncturelle :

- la **liquidité structurelle des titres** (LS) est représentée par le gisement de titres cotés disponibles sur le marché. Elle peut être assimilée soit au nombre total de titres cotés existants,

soit, de façon plus restrictive, à la part flottante de la capitalisation boursière. Remarquons qu'il n'y a pas une seule définition du flottant. On le définit comme la fraction des actions d'une société détenue par des investisseurs n'ayant pas une logique de contrôle, mais plutôt une logique financière. C'est la part de capitalisation qui circule effectivement en Bourse et qui n'est pas gelée pour des raisons stratégiques ou de pactes d'actionnaires. On considérera par la suite que la liquidité structurelle est représentée par le flottant, étant donné que ce dernier représente les titres qui peuvent potentiellement faire l'objet d'une transaction dans les conditions de facilité et de rapidité requises. On remarquera que plus le flottant est élevé, plus le titre est structurellement liquide, selon la définition qui en a été donnée.

- la **liquidité conjoncturelle des titres** (LC) reflète l'engouement ou le désintérêt pour une valeur à un instant donné, qui fait que le titre est disponible sur le marché à l'achat et à la vente, ou pas. Elle est représentée par le nombre de titres qui à la fois intéressent les acheteurs et sont disponibles à la vente, et qui donc, de façon effective, peuvent faire l'objet d'une transaction. La liquidité conjoncturelle dépend de deux éléments : du *spread bid-ask* et de la quantité de titres proposée à l'achat et à la vente à un niveau de prix proche du dernier cours (par exemple à +/- 2,5 % ou 5 %). Pour qu'on puisse parler de liquidité, il ne suffit donc pas que l'écart *bid-ask* soit petit, il faut aussi un nombre significatif de titres proposés à l'achat-vente à un niveau proche du dernier cours. On comprend que cette dernière condition permette la réalisation de transactions sur une quantité importante de titres sans modification

« Si certaines définitions semblent couvrir assez bien le concept de liquidité, d'autres ne représentent à première vue qu'une des conditions ou un des effets de cette liquidité. »

significative du cours. Elle rejoint donc en cela la définition *a priori* de la liquidité. Quant à la liquidité structurelle, elle permet, telle qu'elle est définie, de fournir la quantité suffisante de titres pour la réalisation potentielle de ces importantes transactions.

La liquidité des titres dépend donc à la fois de la liquidité structurelle et de la liquidité conjoncturelle. Une liquidité structurelle n'implique pas une liquidité conjoncturelle. En effet, des titres structurellement liquides ne sont pas forcément disponibles à l'achat et à la vente pour la réalisation d'une transaction. La liquidité conjoncturelle dépend de la liquidité structurelle. Ne peuvent en effet être achetés que les titres qui existent.

LE RAPPORT ENTRE LIQUIDITÉ ET VOLUME TRANSACTIONNEL

Le volume transactionnel représente le cumul pendant un intervalle de temps donné du produit du nombre de titres échangés sur un marché par le cours correspondant des transactions. Une évolution du volume de transaction est donc due à l'évolution d'un de ces deux éléments ou des deux à la fois.

Le volume transactionnel n'est pas un indice mesurant l'attraction du marché action, au sens d'intérêt pour l'investissement en action. En effet, une hausse des volumes due à une hausse du nombre de titres échangés signifie qu'il y a plus d'achats, mais aussi plus de ventes. Le volume transactionnel ne reflète donc pas plus l'intérêt porté à l'investissement en action que le désintérêt. On peut même dire que ce sont les deux conjugués qui font qu'il y a un acheteur et un vendeur, et donc qu'il y a une possibilité d'une transaction.

Le volume transactionnel dépend de

deux éléments : le nombre de titres échangés (traduisant la liquidité des titres, dans sa définition *a posteriori*) et le niveau de cours de ces titres. Le volume transactionnel est donc un indicateur permettant, à niveaux de cours constants (ou tout au moins stables), de mesurer la liquidité des titres.

De grands volumes transactionnels, à niveaux de cours donnés, nécessitent une liquidité des titres. À la fois une liquidité structurelle (il faut qu'il y ait un certain nombre de titres qui, potentiellement, peuvent faire l'objet d'une transaction dans les conditions de facilité et de rapidité requises. Autrement dit, il faut un certain niveau de flottant) et une liquidité conjoncturelle (il faut qu'un nombre important de ces titres flottants intéresse les acheteurs et soit disponible à la vente). Une liquidité structurelle n'implique pas forcément une liquidité globale des titres et donc de grands volumes. Elle est une condition nécessaire, mais non suffisante. On peut dire que les volumes transactionnels, à niveaux de cours stables, reflètent la liquidité conjoncturelle et dépendent de la liquidité structurelle.

LES EFFETS DE L'ILLIQUIDITÉ

Une illiquidité conjoncturelle signifie soit que l'écart *bid-ask* est très grand, soit que le nombre de titres proposés à la vente ou demandés à l'achat est faible. Dans ce dernier cas, des transactions sur de petites quantités de titres peuvent faire évoluer sensiblement le cours.

À niveaux de cours stables, de petits volumes transactionnels pendant une période donnée, petits relativement à d'autres périodes, traduisent une illiquidité conjoncturelle. En effet, si ces petits volumes étaient dus à une illiquidité structurelle, ce fai-

ble niveau serait toujours observé. Les volumes historiques les plus hauts traduisent le fait que potentiellement, la liquidité structurelle existante permet d'atteindre ces niveaux. Les pics de volume représentent les volumes potentiels qui peuvent être atteints si les conditions de liquidité conjoncturelle sont bonnes (pour des niveaux de cours similaires). Quand les pics ne sont pas atteints, cela est donc dû à une défaillance de la liquidité conjoncturelle. C'est ce qui explique qu'un marché peut présenter en général un niveau de liquidité satisfaisant, mais sans que cela ne soit toujours le cas. Ce même marché peut à certaines séances de crise s'avérer totalement illiquide. Un effet de panique peut entraîner un mouvement massif de vente et un repli des acheteurs, dans un contexte de baisse sensible des cours. Ce même marché peut par ailleurs être liquide, mais pas de façon régulière lors d'une même séance. La liquidité structurelle du marché ne change pas, mais les défaillances périodiques de la liquidité conjoncturelle provoquent une défaillance périodique de la liquidité globale. La liquidité structurelle des titres permet donc d'atteindre les niveaux de volume historiquement les plus hauts, et à niveaux de cours stables, l'évolution de la liquidité conjoncturelle se traduit par les variations de volume observées. ■

« Une liquidité structurelle n'implique pas une liquidité conjoncturelle. En effet, des titres structurellement liquides ne sont pas forcément disponibles à l'achat et à la vente pour la réalisation d'une transaction. »