

Par Fabrice Riva maître de conférences,

Centre de recherche sur la gestion (Cereg), université Paris-Dauphine

La liquidité a un prix pour les investisseurs

Si l'objectif premier d'un investisseur est de placer ses fonds dans des actifs offrant de bonnes perspectives de rentabilité, un élément important dans les choix qui seront réalisés réside dans la

liquidité que seront capables d'offrir les actifs en question.

Un actif liquide présente en effet ceci d'intéressant qu'il sera possible de s'en désengager rapidement et à moindre coût si les perspectives envisagées venaient à se dégrader ou si des opportunités plus intéressantes se présentaient. Idéalement, c'est donc dans des actifs à la fois rentables et liquides qu'il conviendrait d'investir. Mais peut-on ainsi dissocier la rentabilité de la liquidité ? Rien n'est moins sûr au vu des résultats qui émergent des recherches sur la relation entre ces deux composantes.

Premier point, la liquidité agit en niveau sur le taux de rentabilité d'un actif. Dans cette vision des choses, la liquidité, ou plutôt l'illiquidité, est envisagée comme un coût de transaction implicite supporté par les investisseurs, qui exigeront alors en retour une compensation prenant la forme d'un supplément de rentabilité. Cette relation peut être mise en évidence empiriquement à partir de l'analyse du lien existant entre la rentabilité des actifs et des variables telles que la fourchette de prix (l'écart moyen séparant le prix vendeur du prix acheteur) ou l'impact de marché (le décalage de prix induit par une transaction par nombre de titres échangés). La conclusion est qu'il existe une relation inverse entre le niveau mesuré de liquidité et le taux de rentabilité des valeurs. Ce résultat permet d'expliquer (au moins partiellement) la raison pour laquelle les petites capitalisations affichent des taux de rentabilité (ajustés pour le risque) plus élevés que ceux des blue-chips, de même qu'elle fournit par exemple une justification au fait que la valeur additionnée d'un certificat d'investissement et d'un droit de vote est

inférieure au cours d'une action non démembrée. Mais des études récentes montrent que la relation entre liquidité et rentabilité emprunte une deuxième voie. Ici, l'illiquidité n'est plus uniquement envisagée comme un coût, mais comme un facteur de risque venant se greffer sur le risque fondamental des actifs. L'existence de ce risque provient du fait que le niveau de liquidité des titres est susceptible de varier dans le temps. Intuitivement, cette situation fait peser une incertitude sur les coûts de transaction que supporteront les investisseurs au moment de la revente de

Le taux de rentabilité moyen des actions américaines les plus risquées en termes de liquidité excède de 7,5 % par an celui des titres les moins risqués.

leurs titres, ce qui constitue bien un facteur de risque. Toutefois les choses sont plus compliquées qu'à première vue : il apparaît en effet que l'évolution attendue des coûts en question diffère selon les actifs, et que par ailleurs les prix de tous les actifs ne réagissent pas de la même façon aux fluctuations de liquidité. Pour comprendre ces deux points, il importe de savoir que les fluctuations de liquidité sont un phénomène général, à savoir que le marché dans son ensemble connaît des phases de hausse et de baisse de liquidité. Concernant le premier point, il est possible

de montrer que la notion classique de bêta (sensibilité de la rentabilité d'un titre aux fluctuations du marché) peut être appliquée pour mesurer la sensibilité de la liquidité d'un titre aux variations de liquidité du marché.

Dans cette optique, les titres à fort bêta de liquidité font supporter à leurs détenteurs un risque supplémentaire qui doit donner lieu à compensation en raison de l'augmentation concomitante de la variabilité des coûts de transaction. S'agissant du second point, il est là aussi possible de mesurer la façon dont réagit cette fois-ci le prix d'un actif lors de variations de la liquidité du marché. Un actif dont le prix a tendance à chuter lorsque la liquidité du marché se dégrade, et dont la revente implique donc des coûts de transaction d'autant plus élevés que sa détention se traduit par une perte, ne sera détenu par les investisseurs que moyennant une prime de risque.

Il apparaît donc que rentabilité et liquidité d'un actif sont étroitement imbriquées. Que la liquidité (ou l'illiquidité) soit analysée comme un coût ou comme un risque, elle constitue un facteur explicatif du prix que sont prêts à payer les investisseurs au moment d'acquérir des titres. Un article récent a estimé, dans le contexte américain, que le taux de rentabilité moyen des actions les plus fortement exposées au risque de liquidité excédait de 7,5 % par an celui des titres les plus faiblement exposés. Il s'agit d'un écart très significatif obtenu qui plus est sur le marché le plus liquide au monde. Quel serait l'écart pour le marché français ? Pour des marchés émergents ? Des recherches sont encore nécessaires pour apporter des réponses claires à ces questions importantes. ■