

Extrait du El Correo

<http://www.elcorreo.eu.org/Neoliberalismo-La-crise-de-liquidite-une-bombe-a-retardement>

Néolibéralisme : La crise de liquidité, une bombe à retardement

- Empire et Résistance - Capitalisme sénile -

Date de mise en ligne : jeudi 11 juin 2015

Copyright © El Correo - Tous droits réservés

NEW YORK - Depuis la crise financière mondiale de 2008, un paradoxe se dessine sur les marchés financiers des économies développées. En effet, la mise en oeuvre de politiques monétaires non conventionnelles a généré un important excédent de liquidité. D'un autre côté, une série de chocs récents semble indiquer que la liquidité macroéconomique serait devenue associée à une grave illiquidité du marché.

Les taux d'intérêt directs se situent aux alentours de zéro (et parfois en-dessous) dans la plupart des économies développées, tandis que la base monétaire (c'est-à-dire l'argent émis par les banques centrales sous forme d'espèces et de réserves liquides des banques commerciales) a littéralement explosé - doublant, triplant, voire quadruplant aux États-Unis, par rapport à la période d'avant-crise. Ceci a permis de maintenir les taux d'intérêt de court et long terme à un faible niveau (voire à un niveau négatif dans certains cas, comme en Europe et au Japon), de réduire la volatilité des marchés obligataires, ainsi que d'élever le prix de nombreux actifs (parmi lesquels les actions, l'immobilier, ainsi que les obligations à revenu fixe des secteurs privé et public).

Et pourtant, les investisseurs ont des raisons d'être inquiets. Leurs craintes ont débuté au moment du « flash crash » de mai 2010, qui a vu en seulement une demi-heure les principaux indices boursiers US chuter de presque 10 %, avant de se rétablir rapidement. Est ensuite intervenue la politique du « *tapering* » au printemps 2013, qui a vu les taux d'intérêt américains à long terme grimper de 100 points de base, après que le président de la Fed, à l'époque Ben Bernanke, ait laissé entendre que la Fed allait cesser ses achats mensuels de titres à long terme.

De même, en octobre 2014, les rendements du Trésor US ont chuté d'environ 40 points de base en seulement quelques minutes, dans le cadre de ce que les statisticiens considèrent comme ne pouvant se produire qu'une fois tous les [trois milliards d'années](#). Le dernier épisode a eu lieu tout juste le mois dernier, lorsqu'en l'espace de quelques jours les rendements des obligations allemandes à dix ans sont passés de cinq points de base à presque 80.

Ces différents événements ont fait naître la crainte selon laquelle même les marchés les plus ancrés et les plus liquides - de type actions américaines, ou encore obligations gouvernementales aux États-Unis et en Allemagne - pourraient en fin de compte ne pas l'être suffisamment. Ainsi, comment expliquer cette combinaison de liquidité macroéconomique et d'illiquidité des marchés ?

Pour commencer, sur les marchés des actions, les traders haute fréquence (THF), qui utilisent des programmes informatiques algorithmiques afin de suivre les tendances du marché, représentent une part majeure des transactions. Ceci crée naturellement un comportement de troupeau. En effet, le *trading* effectué aujourd'hui aux États-Unis se concentre principalement sur l'ouverture et la dernière heure du jour de bourse, moments auxquels les THF sont les plus actifs ; pendant le reste de la journée, les marchés présentent une illiquidité, avec peu de transactions réalisées.

Une deuxième explication réside en ce que les actifs à revenu fixe - de type obligations gouvernementales, d'entreprise, et obligations des marchés émergents - ne se négocient pas sur des bourses plus liquides, comme c'est le cas pour les actions. Au lieu de cela, elles sont pour la plupart négociées hors cote sur des marchés illiquides.

Troisièmement, non seulement les revenus fixes présentent-ils davantage d'illiquidité, mais la plupart de ces instruments - qui ont considérablement augmenté en nombre, en raison de l'émission proliférante de dettes publiques et privées, antérieurement et postérieurement à la crise financière - sont aujourd'hui détenus dans le cadre de fonds communs de placement dont les investisseurs sont autorisés à s'extraire du jour au lendemain. Imaginez une situation dans laquelle une banque investirait dans des actifs illiquides, tout en permettant à ses déposants de récupérer leurs espèces du jour au lendemain : en cas de ruée sur ces fonds, la nécessité de vendre les actifs

illiquides pourrait très rapidement faire diminuer leur prix, dans le cadre de ce qui s'apparenterait à une véritable vente au rabais.

Quatrièmement, antérieurement à la crise de 2008, les banques étaient teneurs de marché s'agissant des instruments à revenus fixes. Elles détenaient un important stock de ces actifs, fournissant ainsi une liquidité et atténuant les excès de volatilité des prix. Or, les nouvelles réglementations étant venues sanctionner de telles transactions (au moyen de charges de capital plus élevées), les banques et autres institutions financières ont réduit leur activité de tenue de marché. C'est pourquoi lorsqu'un épisode inattendu vient modifier les prix et rendements des obligations, les banques ne sont plus là pour agir en tant que stabilisatrices.

En somme, bien que la liquidité macroéconomique créée par les banques centrales permette de maintenir les rendements obligataires à un faible niveau tout en réduisant la volatilité, elle génère également un phénomène de similarité des transactions (selon un comportement de troupeau autour des tendances de marché, exacerbé par les THF) ainsi que davantage d'investissements dans des fonds obligataires illiquides, tandis que le resserrement des réglementations dissuade toute présence des teneurs de marché.

C'est ainsi que lorsque surviennent des situations inattendues - par exemple lorsque la Fed annonce la fin anticipée des taux d'intérêt zéro, lorsque les prix du pétrole explosent, ou que la croissance de la zone euro amorce une reprise - la nouvelle notation des actions, et particulièrement des obligations, peut se révéler abrupte et dramatique : chacun se retrouvant coincé avec les mêmes transactions, il s'agit de s'en extraire rapidement. Ce comportement d'imitation prend alors une direction inverse. Seulement voilà, de nombreux investissements s'inscrivant dans le cadre de fonds illiquides, et face à l'absence des teneurs de marché qui habituellement atténuent la volatilité, les vendeurs n'ont d'autre choix que de concéder des rabais.

Cette coexistence de liquidité macro-liquidité et d'illiquidité des marchés constitue une véritable bombe à retardement. Jusqu'à présent, elle n'a abouti qu'à une volatilité de krachs éclair et autres changements soudains affectant les rendements obligataires et les prix des actions. Or, au fil du temps, plus les banques centrales persisteront à créer de la liquidité afin d'éliminer la volatilité à court terme, et plus elles alimenteront une bulle des prix des actions, des obligations, et des autres marchés d'actifs. Tandis que les investisseurs seront de plus en plus nombreux à se ruer sur des actifs surévalués et à l'illiquidité croissante - de type obligations - le risque de krach à long terme augmentera lui aussi.

Les réponses politiques apportées à la crise financière produisent un résultat paradoxal. Tandis que la liquidité macroéconomique alimente les booms et les bulles, l'illiquidité des marchés est en fin de compte vouée à provoquer éclatements et effondrements.

Nouriel Roubini pour [Project Syndicate](#)

Original : « [The Liquidity Time Bomb](#) »

Traduit de l'anglais par : Martin Morel

[Project Syndicate](#)

***Nouriel Roubini**, est professeur à l'École Sévère de la *NYU's Stern School of Business* et Président de la *Roubini Global Economics*, il a été Économiste Senior pour les Affaires internationales dans le Conseil de la Maison Blanche pendant l'administration de Clinton. Il a travaillé pour le Fonds monétaire international (FMI), la Réserve Fédérale et la Banque Mondiale.

