

# INTRODUCTION



La liquidité figure parmi les qualités essentielles que doivent garantir les bourses de valeurs. Celle-ci, bien qu'elle tienne une place de choix dans la littérature traitant de la microstructure des marchés financiers, est une notion qui demeure encore difficile à définir. Un consensus semble toutefois s'établir pour affirmer que la liquidité d'un titre exprime la facilité pour un investisseur à trouver rapidement une contrepartie pour un ordre de large taille quel que soit le sens de la transaction sans provoquer de variation importante du cours. La liquidité, au-delà du débat qui existe sur sa mesure, est une notion qui concerne l'ensemble des acteurs présents sur le marché, aussi bien les investisseurs que les autorités boursières.

La liquidité des actifs est devenue, au cours de ces dernières années, un élément prépondérant des stratégies d'investissement. Une grande part de cet intérêt pour la liquidité provient des difficultés d'absorption par le marché rencontrées par les investisseurs qui souhaitent se dessaisir ou acquérir une quantité significative d'actions de faible capitalisation boursière. De telles négociations induisent parfois des replis ou des hausses de cours excessifs. Ainsi, les gestionnaires de fonds privilégient les actions les plus liquides, ce qui leur permet de réduire leurs coûts de transactions (coût d'instantanéité, coût de fragmentation des ordres...), de dynamiser leur portefeuille (les engagements et désengagements peuvent s'effectuer rapidement) et d'éviter, bien entendu, que la performance du fonds ne soit troublée par l'absence d'une contrepartie suffisante, ne serait-ce que temporaire, sur le marché. De même, les trésoriers des entreprises qui souhaitent acquérir des valeurs mobilières dans le cadre de placements à court terme vont privilégier les actifs facilement négociables et liquides<sup>1</sup>.

Les autorités boursières apprécient elles aussi le critère de liquidité qui doit être considéré ici comme un avantage concurrentiel ; elles doivent offrir ainsi aux investisseurs et aux émetteurs une structure de marché optimale. Pour les autorités, la liquidité est synonyme d'activité, et constitue donc une source de chiffre d'affaires.

Cette thèse a pour objet l'analyse de la liquidité à la Bourse de Paris à la fois sous l'angle de la microstructure des marchés financiers et de sa prise en compte par les investisseurs. Cette thèse va ainsi s'articuler autour de deux parties.

La première partie traite de la microstructure des marchés financiers et nous allons tenter de répondre à plusieurs questions d'actualité. Tout d'abord, nous allons nous interroger sur les

déterminants de la liquidité des marchés financiers. L'état de l'art réalisé sur la question est complété par quelques études empiriques menées sur le marché français des actions. Par la suite, on s'intéresse à la mesure de la liquidité et on entre dans un vif débat. En effet, différentes interprétations de la définition de la notion de liquidité donnent lieu à une multitude de mesures. La comparaison de ces mesures montre que la plupart d'entre elles révèlent des résultats peu différents. Néanmoins, ce sont ces différences, aussi minimes soient-elles, qui font qu'aucune mesure de liquidité ne semble aujourd'hui acceptée par tous. L'économétrie des données à haute fréquence est à même d'apporter des éléments de réponse sur le coût exact de la liquidité. Ceci constitue l'objectif de notre deuxième chapitre. Celui-ci a pour objet la modélisation de l'excès de demande de liquidité selon un coût prédéfini. Ceci est rendu possible par l'adaptation au marché français d'une statistique proposée par Engle et Lange (1997). Cette statistique constitue l'une des premières utilisations des modèles de durée qui correspond à une modélisation GARCH adaptée aux données à haute fréquence irrégulièrement espacées dans le temps.

La liquidité ne représente pas un coût fixe qu'il suffit d'intégrer dans la gestion de son portefeuille. Un tel coût varie dans le temps, de jour en jour et même de minute en minute. Cette variabilité démontre qu'il faut considérer la liquidité désormais comme un risque à part entière. Ceux qui n'en avaient pas conscience en ont, semble-t-il, été pour leur frais lors du krach d'octobre 1987. D'ailleurs, cette fameuse chute des marchés financiers est un peu à l'origine du renouveau de la recherche sur ce thème. Notre deuxième partie a ainsi pour objectif l'analyse du risque de liquidité.

Le troisième chapitre tente d'évaluer le risque de liquidité. Pour cela, on met en œuvre un modèle de gestion des risques, i.e. la *value at risk*, qui prend en compte le risque de liquidité : il s'agit d'une adaptation d'un modèle construit par Bangia, Diebold, Schuermann et Stroughair (1999). Cette analyse empirique est complétée par une proposition de modélisation qui constitue une nouvelle application à la finance des modèles de durée. Après avoir énoncé l'aspect théorique de cette proposition, nous construisons empiriquement une nouvelle statistique censée prévoir le risque de liquidité en séance.

---

<sup>1</sup> Voir Levasseur et Quintart (1998).

La prise en compte du risque de liquidité implique sa meilleure couverture. Celle-ci peut parfois requérir des capitaux importants. C'est pourquoi, une maîtrise du placement d'ordres au sein du carnet d'ordres peut contribuer à améliorer de manière significative la performance des actifs gérés. Le quatrième chapitre a ainsi pour objet l'examen du carnet d'ordres. Nous tentons de mettre en relief l'existence de stratégies de placements d'ordres en ayant recours à la Reconstitution du Carnet d'Ordres (RCO). Ce nouvel outil offre au chercheur une source d'information jamais exploitée dont le degré de richesse est immense. Ces nombreuses fonctionnalités sont susceptibles d'améliorer la compréhension du processus de formation des prix et en particulier, de la dynamique de la liquidité.

Ces premières analyses réalisées avec RCO consistent à examiner, d'une part, le flux d'ordres cachés et, d'autre part, l'interaction entre l'offre et la demande de liquidité. Ce sujet fait l'objet d'une étude clinique complémentaire de l'action France Télécom durant la période d'estimation de l'indice de compensation. Une telle période est un moment particulier dans la vie d'une action de l'indice CAC 40 puisqu'on assiste à une forte augmentation de la volatilité et de l'activité.

Après avoir rappelé les différents résultats théoriques et empiriques que nous avons obtenus, nous concluons en ouvrant de nouvelles perspectives de recherche afin de compléter ces travaux.