Investissements illiquides et stratégies de placement

Pascal Frei, CFA

Associé

PPCmetrics

Actifs illiquides

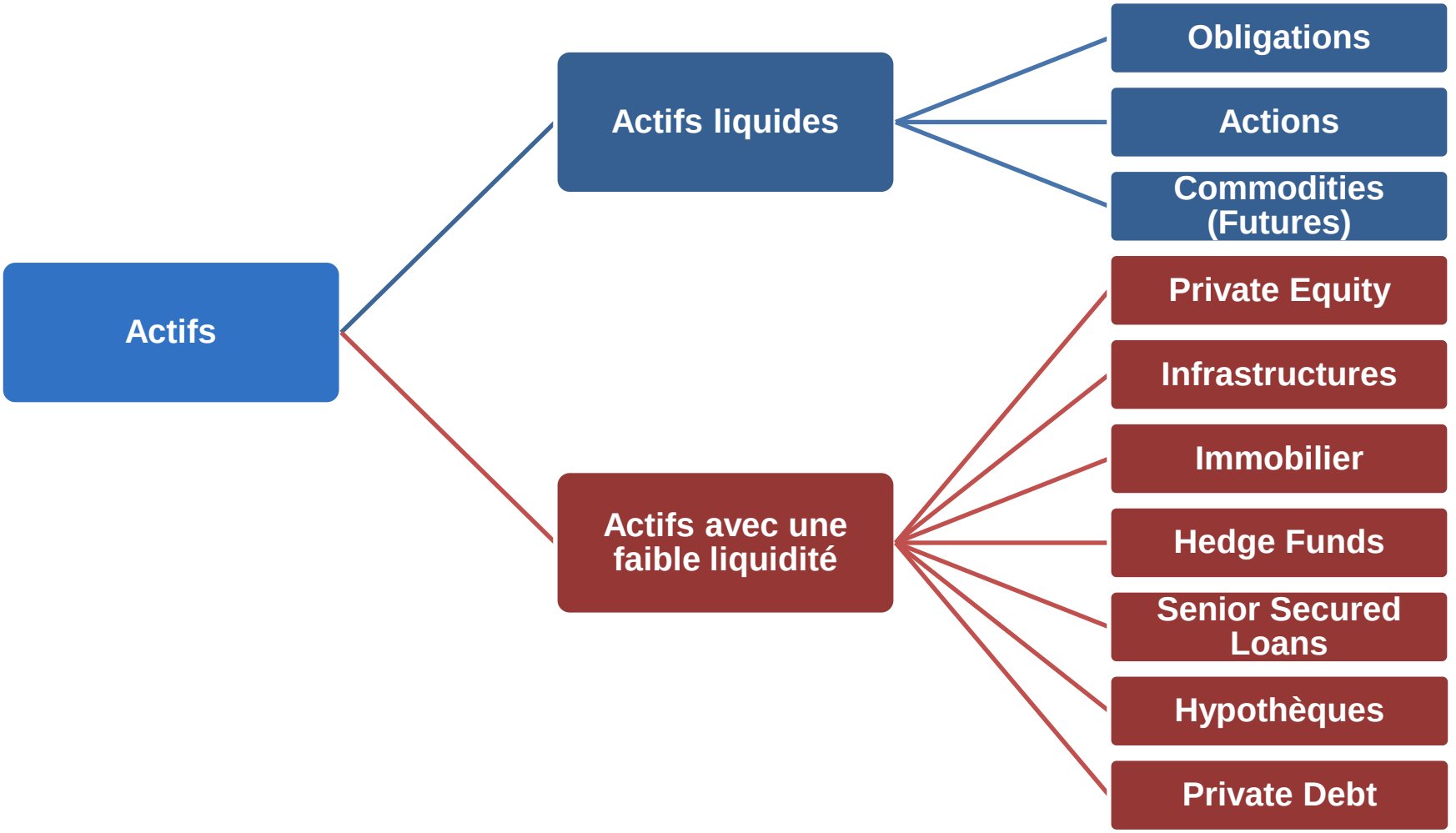
Introduction et définition

- Les actifs illiquides sont des actifs dont **le volume d'échange est faible** et qu'on ne peut **pas vendre rapidement sans une grande réduction de prix.**
- **Cette illiquidité conduit à sous-évaluer le risque** (calculé selon la volatilité historique).
- **Pourquoi un tel intérêt pour ces placements?**
  - Raisons financières : bas niveau des taux, marché immobilier suisse,
  - Raisons techniques : besoin de rendement (trop) élevé, gestion du degré de couverture.

© PPCmetrics SA

Actifs illiquides

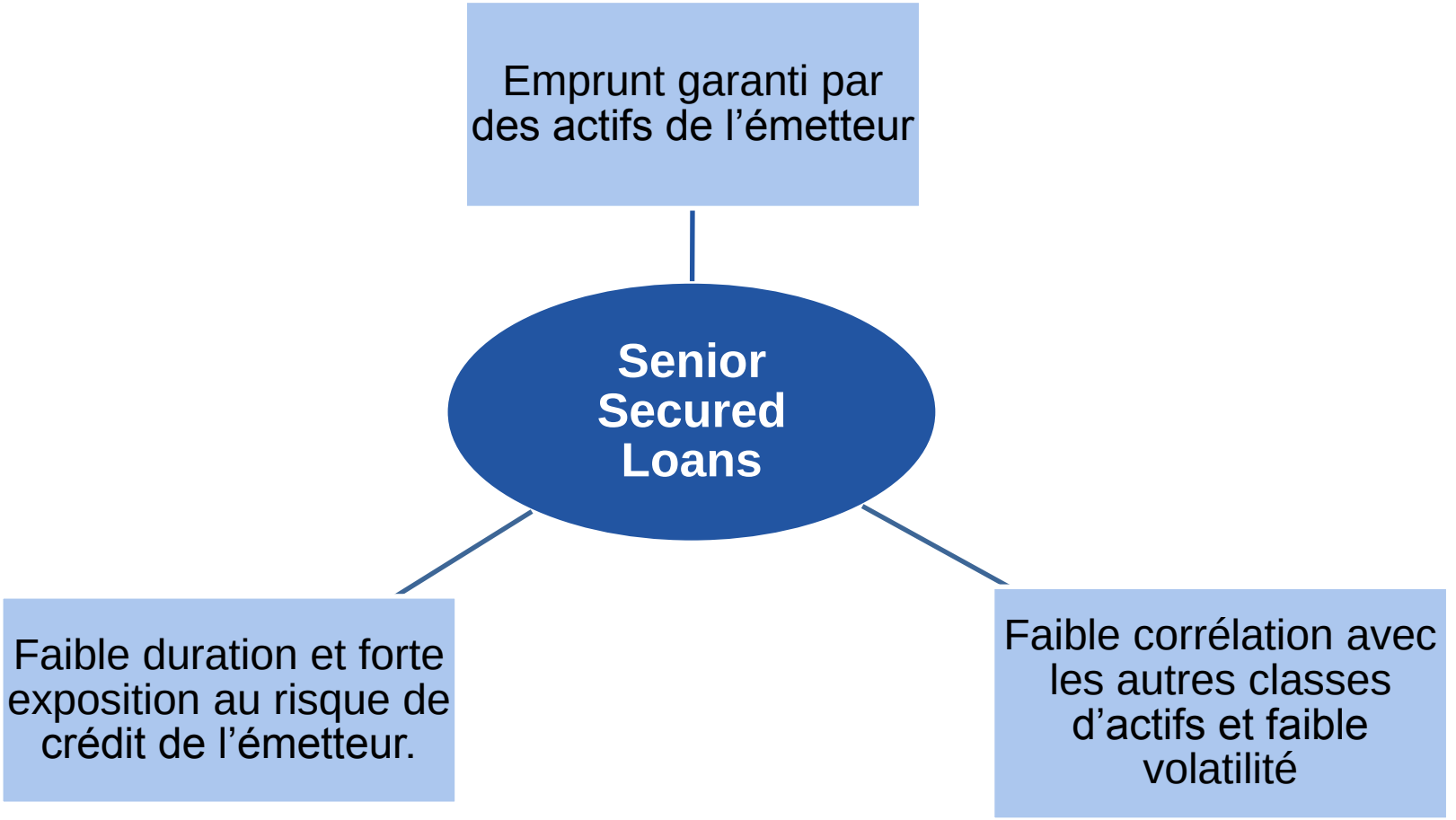
Actifs liquides vs. illiquides



© PPCmetrics SA

Principaux placements illiquides

Senior Secured Loans



© PPCmetrics SA

Principaux placements illiquides

Infrastructures

Très long horizon de placement (plus long que le PE), courbe en J

Risque de perte en capital plus faible que pour le PE

Infrastructures

(hôpitaux, aéroports, autoroutes, centrales électriques, etc.)

Rendement attendu difficile à estimer, dépend fortement du type d'infrastructure

Investissement ayant des caractéristiques se situant entre l'immobilier et le PE («brownfield = immobilier», «greenfield = PE»)

© PPCmetrics SA

Actifs illiquides

Les marchés peuvent s'assécher

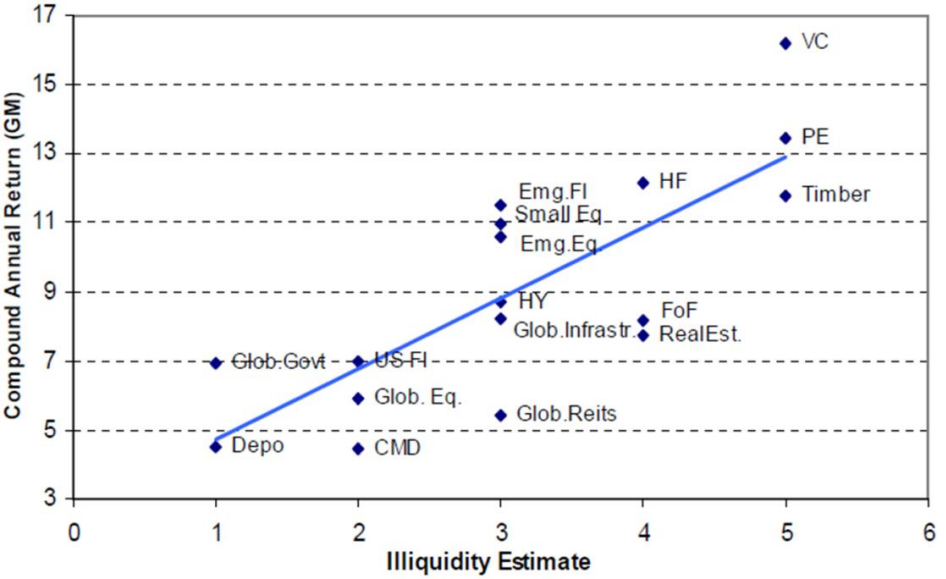
- Les **marchés liquides** peuvent très vite devenir illiquides à la suite d'un **choc**:
  - Exemple : crise financière de 2008 où différentes classes d'actifs (commercial paper, MBS) sont d'un seul coup devenues très illiquides.
  - Ces crises de liquidité surviennent surtout pendant les **périodes de «stress»** i.e. crises financières (crise de la dette en Amérique latine en 1980 ou crise russe de 1998).
  - Concrètement les **crises de liquidité** se produisent lorsque les marchés chutent, entraînant une fuite des investisseurs vers les marchés liquides (« flight-to-liquidity effect ») et vers les valeurs refuges (« flight-to-quality effect »), souvent des obligations d'Etats.

© PPCmetrics SA

Prime d'illiquidité

- L'illiquidité d'un actif constitue un risque pour lequel l'investisseur souhaite être compensé. Il existe donc une **«prime d'illiquidité» (un surplus de rendement)** pour compenser le faible volume d'échange.

- De plus, les placements illiquides possèdent, selon certains, un plus grand **potentiel d'alpha** que les investissements liquides.



Risques liés aux actifs illiquides (1)

- Plus la part d'actifs illiquides est élevée dans un portefeuille, plus la **flexibilité stratégique est réduite** (liquidation impossible). Ainsi, le contrôle dynamique du risque devient plus difficile.
- Les actifs illiquides ne peuvent généralement pas être utilisés de manière tactique.
- **«illiquidity bias»**: Les rendements des actifs illiquides sont difficilement estimables.

© PPCmetrics SA

Risques liés aux actifs illiquides (2)

Autres risques

- Pas d'indice de marché ou pas « investissables » (p. ex. indice CAFP / KGAST)
- Distinction difficile entre rendement du marché et performance du gérant
- Surveillance plus difficile en raison du manque de données.
- Plus le volume investi dans des placements illiquides est grand, plus la prime d'illiquidité diminue.

© PPCmetrics SA

Stratégies comportant des actifs illiquides

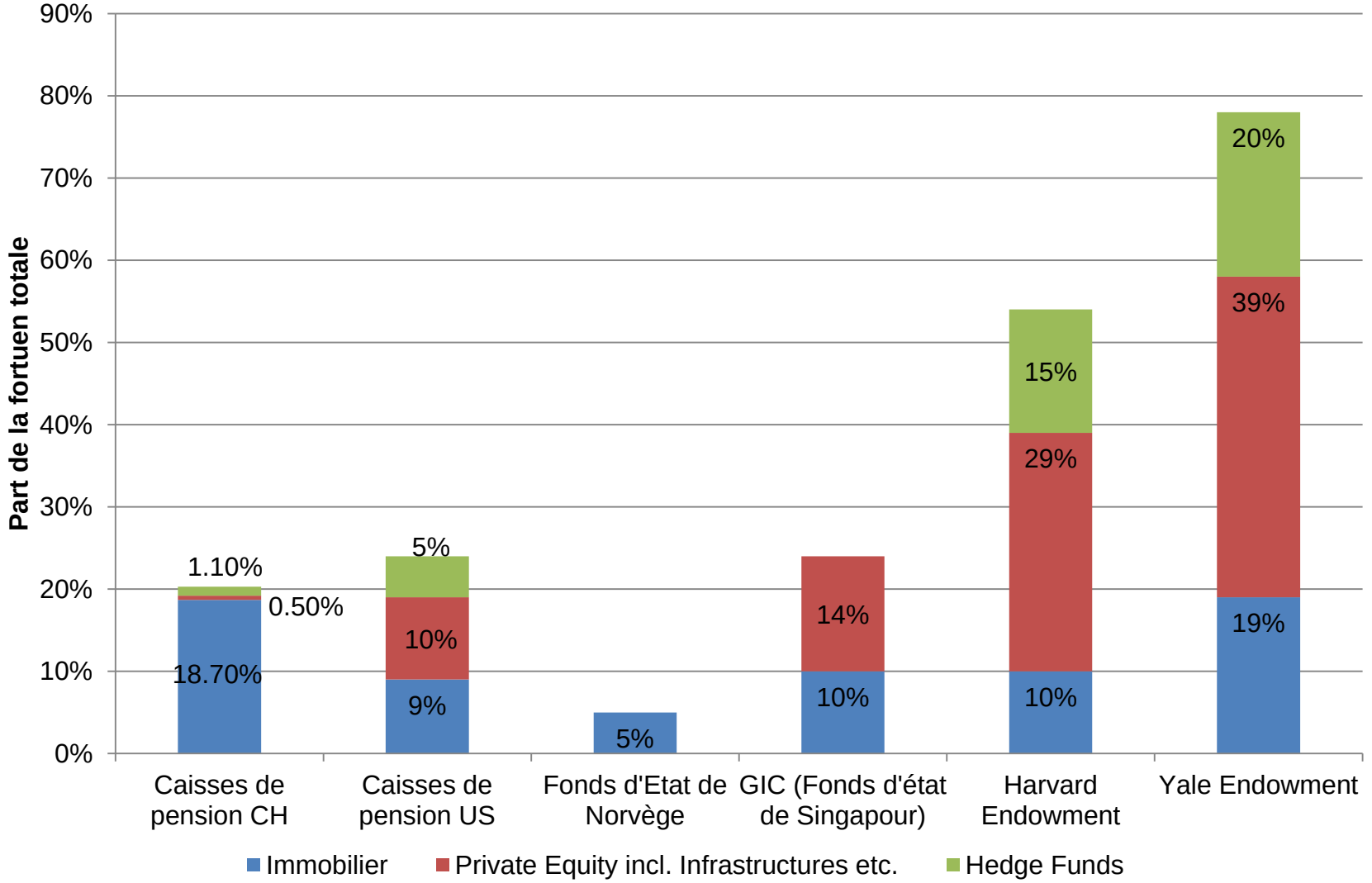
- En raison de l'incertitude liée au besoin de liquidité d'une IP, il est nécessaire d'analyser les implications d'une détention d'actifs illiquides.
- Si des actifs doivent être vendus et en cas de détention d'investissements illiquides, il existe deux possibilités:

1. **Liquidation des actifs liquides ⇨ brusque changement de la stratégie** (surpondération des actifs illiquides),
2. **Liquidation des actifs conformément à la stratégie ⇨ Forte perte** liée à la vente d'actifs illiquides dépréciés.

© PPCmetrics SA

Investisseurs institutionnels et actifs illiquides

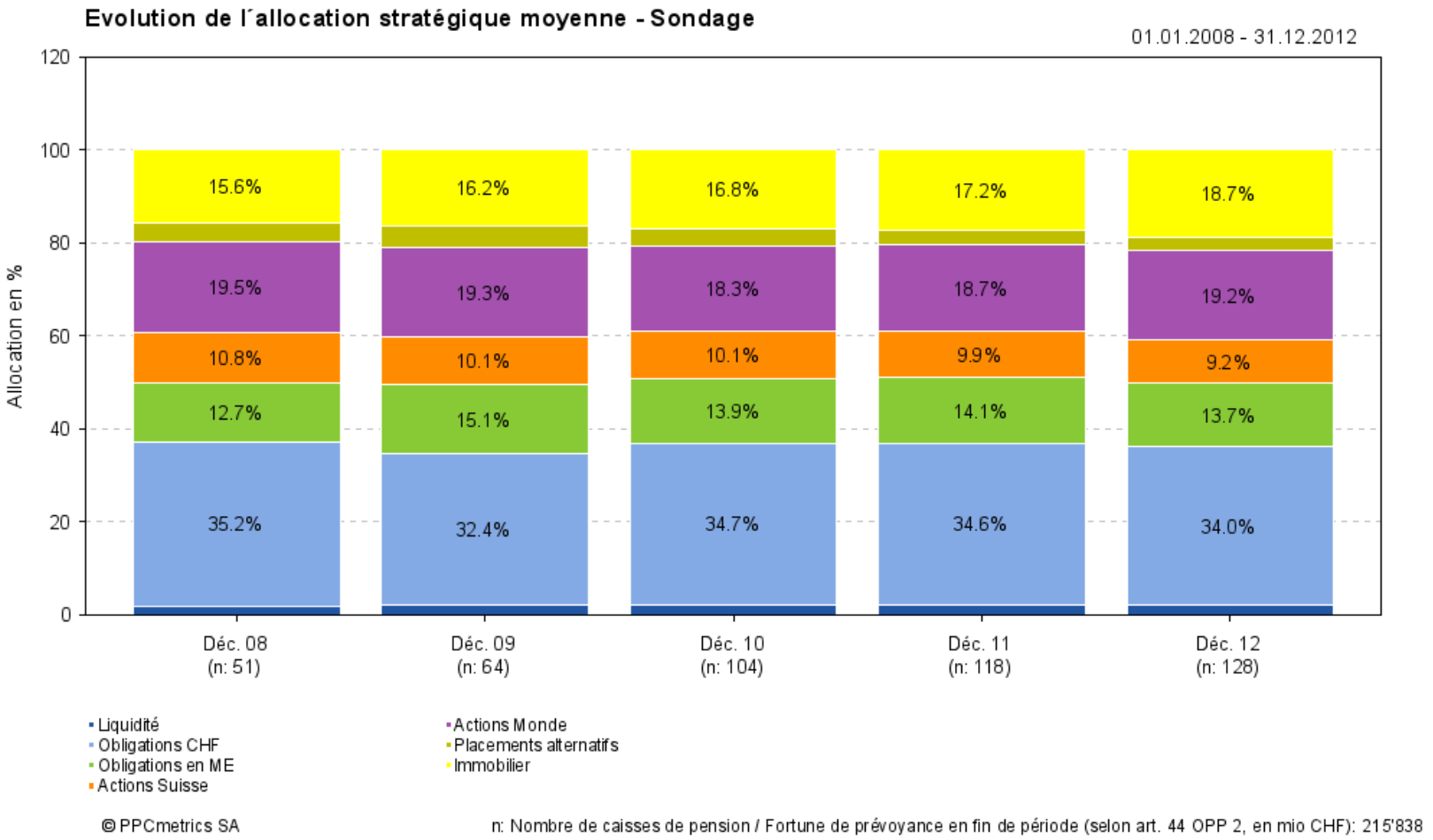
Part d'actifs illiquides



© PPCmetrics SA

Investisseurs institutionnels et actifs illiquides

Caisses de pension suisses (1)



Investisseurs institutionnels et actifs illiquides

Caisses de pension suisses (2)

- Les caisses de pension suisses détiennent en moyenne **20% d'actifs illiquides** (immobilier et placements alternatifs).
- Cette proportion est relativement stable, mais en légère progression.
- Toutefois, à l'intérieur des **classes d'actifs liquides**, il existe aussi des placements illiquides :
  - petites capitalisations dans les actions suisses,
  - actions des pays émergents dans les actions internationales,
  - lettres de gages dans les obligations en CHF,
  - emprunts d'entreprises dans les obligations,
  - etc.

© PPCmetrics SA

Conclusion

- Les actifs illiquides offrent **un rendement plus élevé compensant le risque de liquidité encouru.**
  - **Les investissements illiquides peuvent apporter de la diversification.**
  - Cependant, **un investisseur typique est déjà exposé au risque d'illiquidité** dans les classes d'actifs traditionnelles. L'ajout d'illiquidité peut ainsi potentiellement réduire l'effet de diversification recherché.
  - La gestion dynamique de l'allocation et du risque est rendue compliquée avec l'accroissement des placements peu liquides.

© PPCmetrics SA

Contact

Pascal Frei, CFA

PPCmetrics

pascal.frei@ppcmetrics.ch

© PPCmetrics SA