

Investir sur les actifs illiquides ? ... oui mais combien ?

Olivier Clapt

Head of Multi-Asset
Quantitative Research

JUILLET 2022

Communication publicitaire

Investir de manière plus confortable dans un nouvel environnement

Les marchés sont suffisamment volatiles pour vous ?

Nous avons débuté 2022 avec en tête le Covid, la guerre, le prix du pétrole, l'inflation... Que voyez-vous aujourd'hui à l'horizon ? La pénurie de blé ? Le resserrement quantitatif ? Une inflation durable ?

Et pourtant, certains actifs délivrent des performances positives. La réaction évidente est donc de diversifier. Pendant quarante ans de baisse des taux des bons du Trésor, les actifs liquides comme les actions et les emprunts d'État ont constitué la réponse facile à long terme. Mais ils ne seront peut-être pas la bonne solution demain.

La crise financière mondiale de 2008 est l'exemple le plus frappant d'une période d'augmentation des corrélations entre classes d'actifs dans un environnement de faible liquidité. Bien que cette crise financière soit peut-être la plus mémorable, elle n'est qu'un exemple parmi d'autres de période de corrélations croissantes entre classes d'actifs en période de stress. L'éclatement de la bulle technologique et l'effondrement des marchés boursiers de 2001, la crise asiatique de 1997 et la faillite du hedge fund LTCM (Long Term Capital Management) annonçaient également la complexité croissante de la volatilité des marchés. A long terme, en période de dislocation des marchés les investisseurs tendent à souffrir d'une corrélation accrue entre les classes d'actifs habituellement « décorrélées ».

Au-delà des obligations et des actions de base

Un vieux proverbe relatif au marché dit que « *Bulls make money, Bears make money, but Pigs get slaughtered* » (« *les marchés haussiers gagnent de l'argent, les marchés baissiers gagnent de l'argent, mais les casse-cou se font dépouiller* »).

Que vous soyez positionné sur la hausse ou la baisse, peut-être pensez-vous que le moment *n'est pas venu* d'être gourmand et de tout miser sur le dernier actif financier à la mode.

Rappelez vous les *quarante années* de baisse des rendements des bons du Trésor américain, si vous êtes sur le marché aussi longtemps. Nous savons tous que cela a été le moteur des actifs financiers tout au long de notre vie d'adulte. Comment *adaptez-vous* votre approche d'investissement ?

Figure 1 : Rendements des bons du Trésor américain à dix ans



Source : St Louis Fed

Classes d'actifs illiquides, moins liquides ou physiques

Il ne s'agit pas de nouvelles catégories d'investissement -- tout au long de l'histoire, nous avons des exemples d'investissements dans des pierres précieuses ou de l'or, non liquides mais portables.

De manière plus personnelle, même avant que la Covid ne nous incite à quitter la ville, le coût de cette nouvelle maison que vous convoitiez était déjà en hausse. Regrettez-vous de ne pas avoir plus d'immobilier dans votre allocation ?

Mais quels actifs ? Et en quelle *quantité* ?



Le problème concernant les données

L'analyse des investissements illiquides soulève une autre préoccupation pour les investisseurs, à savoir la disponibilité, la collecte et la cohérence des données, ainsi que les rendements artificiellement lissés.

L'intérêt croissant pour les actifs illiquides signifie que les investisseurs et les spécialistes de l'allocation d'actifs doivent évaluer attentivement leurs caractéristiques de risque et de rendement. La problématique des données sur les actifs illiquides reste une difficulté bien connue, nécessitant un traitement des biais inhérents, comme le biais de reconstruction historique et le biais de survivance.

Plusieurs éléments compliquent la modélisation des actifs illiquides.

- Le **manque de données** représentant les principaux **facteurs de risque**
- L'absence d'**indices de référence** reconnus
- L'**hétérogénéité des indicateurs de rendement** (taux de rendement interne contre rendement cumulé)
- La méthode de **valorisation de l'indice** (fondée sur l'évaluation ou sur les transactions)
- **Valorisation peu fréquente** et rareté des séries de données

Il peut s'avérer difficile de trouver des indices pertinents pour chaque classe d'actifs, en particulier dans certaines régions. Nous avons choisi d'analyser les prêts directs, le capital-investissement, les infrastructures, les fonds d'investissement spécialisés dans les infrastructures, la dette liée aux infrastructures, les actions immobilières, la dette immobilière et les ressources naturelles comme les terrains d'exploitation forestière et les terres agricoles.

Deux choses s'avèrent évidentes : les actifs illiquides sont manifestement plus volatils que ce que l'on peut estimer au vu des valorisations trimestrielles ou aussi peu fréquentes, et deuxièmement, les faibles corrélations avec des actifs plus liquides les rendent intéressants pour diversifier un portefeuille équilibré.

La volatilité est donc bien plus palpable lorsque les classes d'actifs sont décorrélées...

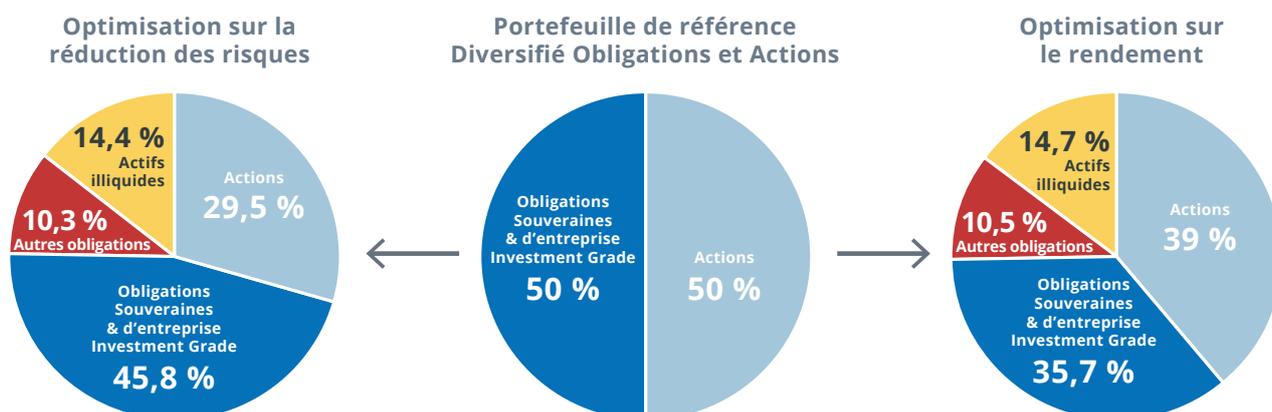
C'est vraiment préférable que vos actions montent alors que votre immobilier chute, ou que votre immobilier s'apprécie alors que votre portefeuille obligataire est sur des points bas.

Mais imaginez essayer de calculer les corrélations historiques entre classes d'actifs lorsque certains de ces actifs sont illiquides – et donc rarement valorisés. Et vous trouvez les cours de maths ennuyeux -- essayez donc sans les données ! Heureusement, nous pouvons nous appuyer sur des méthodes statistiques pour « dé-lisser » les données moins fréquentes de rendement des actifs illiquides^{1,2} et ainsi obtenir une meilleure estimation de leur volatilité.

Dans notre document de « recherche académique pour les gens normaux », nous simplifions en proposant des scénarios.

Nous construisons des exemples de portefeuille pour les investisseurs de profil prudent, modéré et agressif. À ceux-ci, nous ajoutons des obligations moins liquides (par exemple à haut rendement) ainsi qu'une allocation en actifs illiquides tels que l'immobilier. Sur la base des historiques de rendement, des corrélations et de la volatilité, nous montrons l'allocation optimale qui maximise la performance ou réduit le risque. Alerte Spoiler – votre allocation optimale aux autres classes d'actifs dépend de vos choix personnels en termes de rapport rendement/risque.

Figure 2 : Optimisation des scénarios d'échantillonnage pour l'ajout d'autres obligations et actifs illiquides



Source : Candriam (au 21 décembre 2021)

Que faut-il ajouter ?

Et qu'est-ce qui pourrait être intéressant ? Peut-être un tas d'épées magiques dans une chambre forte à la Banque des Sorciers de Gringotts ? Ou alors vous pourriez peut-être acheter une ferme, ou des entrepôts, et les gérer vous-même pendant votre temps libre ?

Les actifs physiques, tels que les œuvres d'art, sont en effet un choix possible. Des placements collectifs gérés par des professionnels, tels que l'immobilier, le capital-investissement ou les obligations moins liquides, peuvent éventuellement offrir les rendements d'investissements illiquides avec une valorisation périodique et semi-indépendante. Investir dans un fonds collectif permet de mutualiser le recours à des gestionnaires professionnels, qui, à leur tour, peuvent améliorer le potentiel de rendement ajusté du risque.

Il existe un autre avantage à intégrer des classes d'actifs illiquides, qui ne peut être démontré à l'aide de notre modèle simple de prévision de rendement et de notre approche long terme. En période de turbulences sur les marchés, alors que les investisseurs paniqués peuvent se précipiter pour vendre des actifs cotés et faire baisser les prix, les classes d'actifs illiquides peuvent éviter une partie des pressions baissières résultant d'une liquidation rapide.

Vous voudriez davantage de détails, mais n'avez pas de diplôme en statistiques ? Référez-vous à notre article pédagogique, [L'intégration d'actifs illiquides dans un portefeuille global multi-actifs](#).

Références

[1] D. Geltner, *Estimating Market Values from Appraised Values without Assuming an Efficient Market*, 1993.

[2] M. Getmansky, A. Lo et I. Makarov, *An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns*, 2004.



158 Mds €

d'actifs sous gestion
au 31 décembre 2021



600

experts
à votre service



25 ans

Leader dans
l'investissement responsable

Ce document est une communication publicitaire. Les informations contenues dans ce document sont destinées au seul destinataire et peuvent contenir l'opinion et les informations exclusives de Candriam. Les opinions, analyses et points de vue exprimés dans ce document sont fournis à titre d'information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni une recommandation d'investissement ou la confirmation d'un quelconque type de transaction. Bien que Candriam sélectionne avec soin les données et les sources contenues dans ce document, des erreurs ou omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de toute perte directe ou indirecte résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment, le contenu de ce document ne peut être reproduit sans autorisation écrite préalable.

Attention : les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne préjugent pas des performances futures. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, redevances et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

Ce document n'a pas pour but de promouvoir et/ou d'offrir et/ou de vendre un quelconque produit ou service. Le document n'est pas non plus destiné à solliciter une quelconque demande de prestation de services.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.
WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY