



Liquidité et/ou Performance ?

La société de gestion H2O a connu de sérieuses turbulences au mois de Juin dernier lorsque le Financial Times a révélé que ses fonds comprenaient des titres non cotés pour lesquels elle s'était associée avec un financier dont la réputation était contestée. Les investisseurs ont pris peur. Beaucoup ont vendu les parts des fonds qu'ils détenaient, conduisant la société de gestion à couper certaines de ses positions et à céder des titres. Au plus fort de la crise, les fonds les plus volatils ont perdu plus de 15 %.

Quelques mois plus tard, ces fonds ont plus que refait leur retard. H2O est de nouveau (et largement) en tête du classement des fonds alternatifs. Mais les encours sont encore loin du niveau du mois de Mai.

Pourquoi certains investisseurs sont-ils réticents pour revenir sur des produits qu'ils considéraient jusqu'au début de l'année comme des incontournables dans leur allocation ?

La performance est le premier critère de choix d'un support financier. Mais elle doit être relativisée par sa volatilité. Cette dernière reflète les variations que peut connaître une valeur au cours d'une période donnée. Plus elle est élevée, plus le risque est important. Mais la volatilité d'un titre n'est elle-même que le miroir de sa liquidité. Les valeurs les moins liquides amplifient les mouvements de marché.

Dans le cas d'H2O, non seulement les investisseurs ont découvert que les fonds détenaient des participations non cotées, par définition peu liquides, même si dans des proportions réduites, mais ils ont également constaté que la sortie massive d'encours se traduisait par une baisse importante, laissant supposer que les gérants rencontraient des difficultés pour couper leurs positions sur les marchés en raison d'un nombre insuffisant d'investisseurs.

Que recouvre la notion de liquidité ?

Elle trouve tout d'abord son origine dans l'efficacité des marchés. Prenons l'exemple du marché obligataire. Les ordres d'achat et de vente y sont centralisés par les banques. Pour un titre donné, ces dernières proposent l'acheteur un prix légèrement

supérieur à sa valeur réelle. Inversement, elles offriront un prix légèrement inférieur au vendeur. La différence constitue sa marge ; elle représente le coût de la transaction. Imaginons qu'une obligation dont le rendement théorique s'élève à 2 % est négociée sur deux marchés différents, l'un très actif, l'autre avec des volumes réduits. La banque ajustera sa marge en fonction de l'activité. Elle s'élèvera par exemple à 1 % sur le premier et à 2,5 % sur le second. Un investisseur réalisant en moyenne un aller-retour annuel sur un titre exigera un rendement de 3 % sur le marché le plus actif (2 % de rendement théorique et 1 % de coût de transaction) mais 4,5 % sur le marché dont les volumes sont réduits. La différence (1,5 %) est appelée « prime d'illiquidité ».

Plus l'horizon d'investissement est limité, plus la notion de liquidité est prégnante. Les investisseurs susceptibles de devoir revendre leur position à tout moment achèteront les valeurs dont le coût de transaction est le plus faible. Ils ne disposent pas d'un horizon de temps suffisant pour amortir le coût de la transaction. A l'inverse, les investisseurs les plus patients s'orienteront vers les titres ayant une prime d'illiquidité plus importante.

Le coût imposé par les banques ne constitue pas la seule composante de la liquidité. La profondeur du marché est également déterminante. Les marchés actions sont les plus liquides. L'épargnant souhaitant acheter une action LVMH n'a pas d'alternative. En revanche, s'il souhaite souscrire une obligation, il devra choisir entre de multiples maturités. Le volume est moins élevé. Les transactions sont généralement réalisées de gré à gré, sans recours à l'électronique. Les obligations (surtout celles émises par les entreprises) sont de fait intrinsèquement moins liquides que les actions.

Pas de rendement sans risque

Dans les marchés les plus étroits, la recherche d'un acquéreur ou d'un vendeur est coûteuse. La prime d'illiquidité augmente afin de couvrir les éventuels mouvements du titre entre le moment où un ordre d'achat est passé et celui où il peut être exécuté. La valeur du titre est parfois difficile à établir, le vendeur étant généralement beaucoup mieux informé que l'acheteur. L'aléa s'accroît et, avec lui, la prime d'illiquidité.

Le capital investissement illustre la difficulté à négocier des titres illiquides. Lors du lancement d'un fonds, l'investisseur s'engage sur une longue période (entre 6 et 12 ans). Le marché secondaire n'est pas organisé, surtout pour les fonds de petite taille. Le vendeur contraint de liquider sa position devra consentir un rabais significatif pour convaincre un acheteur (s'il en trouve un). Il est difficile dans ces marchés de calculer une prime d'illiquidité. L'investisseur « collé » avec son titre subit un coût d'opportunité. Il ne peut saisir d'autres affaires se présentant sur le marché, potentiellement plus rémunératrices. Il ne peut non plus disposer de liquidités pour supporter des dépenses imprévues. C'est pourquoi le rendement exigé par les investisseurs est aussi élevé sur le private equity.

La liquidité n'est pas figée. Elle varie en fonction de l'humeur des marchés et selon les classes d'actifs. Elle repose sur la capacité d'intervention des investisseurs privés et

des arbitragistes. Dans les périodes euphoriques, la liquidité est abondante. Le supplément de rendement des titres les moins actifs attire les acheteurs, les banques acceptent de les financer. En cas de stress, les investisseurs et les teneurs de marché s'enfuient. Ils sont contraints de céder dans l'urgence leurs positions pour reconstituer leur trésorerie. S'ensuit alors un cercle vicieux. Ceux qui chassaient le rendement lorsque l'optimisme régnait découvrent que, eux aussi, ils ont besoin de cash pour faire face à leurs obligations.

Bien évidemment, c'est dans les périodes de stress que les meilleures affaires sont réalisées. Mais l'épargnant doit avoir le courage de saisir « le couteau qui tombe ». N'est pas Warren Buffet qui veut ! Généralement, les épargnants vendent lorsque les marchés baissent (et achètent lorsqu'ils progressent).

La question se pose aujourd'hui pour les actions de petites et moyennes capitalisations européennes (surtout françaises). Après avoir connu une très forte hausse de 2012 à 2017, elles sont aujourd'hui jetées à l'encan par les investisseurs. En dépit de la hausse des indices, ils restent rétifs à la prise de risque. Les sociétés continuent d'afficher de bons résultats économiques mais le cours des actions ne suit pas faute de capitaux. Quand le couteau s'arrêtera-t-il de tomber ?

Nonobstant cette classe d'actifs, en cette période de taux bas, la chasse aux rendements est ouverte. Les investisseurs n'hésitent pas à se positionner sur des titres potentiellement rémunérateurs mais peu liquides. Ils seront les premiers sanctionnés lorsque la bise soufflera. Mais quand ?

Pour plus d'informations :

- Téléphone : 01.42.85.80.00
- Courriel : info@maubourg-patrimoine.fr