

INSTITUTIONNEL

LE RÔLE DES PLACEMENTS NON TRADITIONNELS LIQUIDES DANS LES PORTEFEUILLES

Par Michael Sager¹

Septembre 2020

1. Sommaire

- Les investisseurs continuent de réduire leur exposition aux actifs traditionnels au profit des placements non traditionnels, privilégiant les titres non liquides.
- Le rendement effectif des titres non liquides est souvent moins intéressant que prévu si l'on considère d'autres critères que les rendements prévus, notamment la diversification et l'atténuation du risque de pertes extrêmes.
- Les placements non traditionnels liquides complètent les placements traditionnels et non liquides, car ils contribuent à l'augmentation des rendements attendus et diversifient les concentrations de risques du portefeuille.
- La liquidité qui améliore le rendement est un atout précieux pour le portefeuille : pour tous les investisseurs en période de tensions sur les marchés boursiers²; pour les régimes arrivés à maturité présentant des passifs à court terme; et pour les régimes investis dans des titres non liquides afin d'atténuer le coût de renonciation associé au temps d'attente prolongé entre les engagements de capitaux et les appels de fonds.

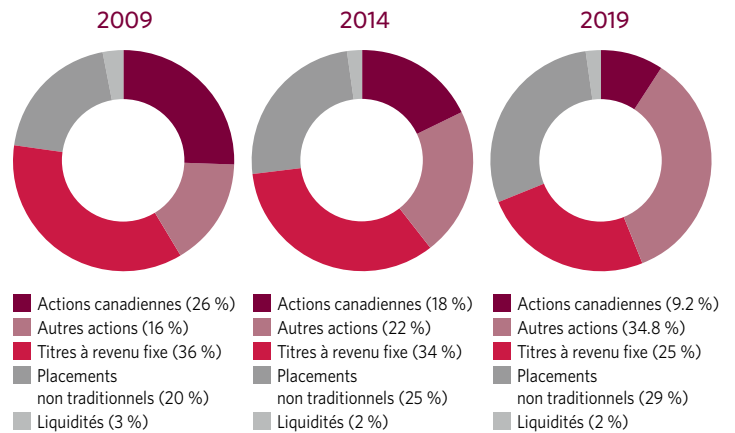
2. Introduction

Les investisseurs qui détiennent des actifs traditionnels comme les actions et les obligations font face à deux défis importants : les risques liés à la concentration du portefeuille et les rendements relativement faibles attendus. Comme le montre le rendement du premier trimestre de 2020, les portefeuilles équilibrés sont loin d'être équilibrés et sont fortement exposés aux actions et aux risques économiques. Ils accordent également une part importante aux obligations d'État des marchés développés alors que leurs rendements annualisés attendus à long terme semblent peu élevés.

Un des moyens utilisés par de nombreux investisseurs pour atténuer ces difficultés est d'opter pour des stratégies et des

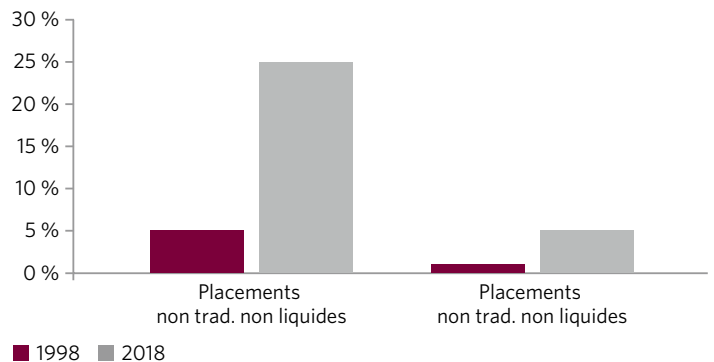
actifs non traditionnels (figure 1). Ils ont ainsi montré qu'ils étaient prêts à assumer un risque d'illiquidité plus grand (figure 2).

Figure 1 - Les placements non traditionnels prennent de l'ampleur dans les répartitions des portefeuilles institutionnels.



Source : Gestion d'actifs CIBC inc. a préparé cette information selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivants : Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite. Données en date de décembre 2019.

Figure 2 - Les titres non liquides sont les premiers bénéficiaires de cette transition.



Source : Gestion d'actifs CIBC inc. a préparé cette information selon les données provenant des tiers fournisseurs de services suivant : Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite. Données en date de décembre 2019

¹Michael Sager est vice-président, Multiclasse d'actifs et gestion des devises au sein de l'équipe Gestion d'actifs institutionnels.

²En plus d'être une source de diversification des rendements, la liquidité peut aussi être importante comme source de financement pour les appels de marge et pour régler les pertes périodiques découlant des couvertures de change stratégiques.

Les investisseurs associent souvent le risque d'illiquidité à une prime de rendement positive. Le nivellement artificiel des rendements inhérent aux placements non traditionnels non liquides procure également de la valeur aux investisseurs à long terme, notamment en réduisant au minimum la volatilité des taux de financement ou de cotisation³. De plus, l'illiquidité forcée peut empêcher les investisseurs d'effectuer des changements au mauvais moment dans la répartition stratégique des portefeuilles⁴.

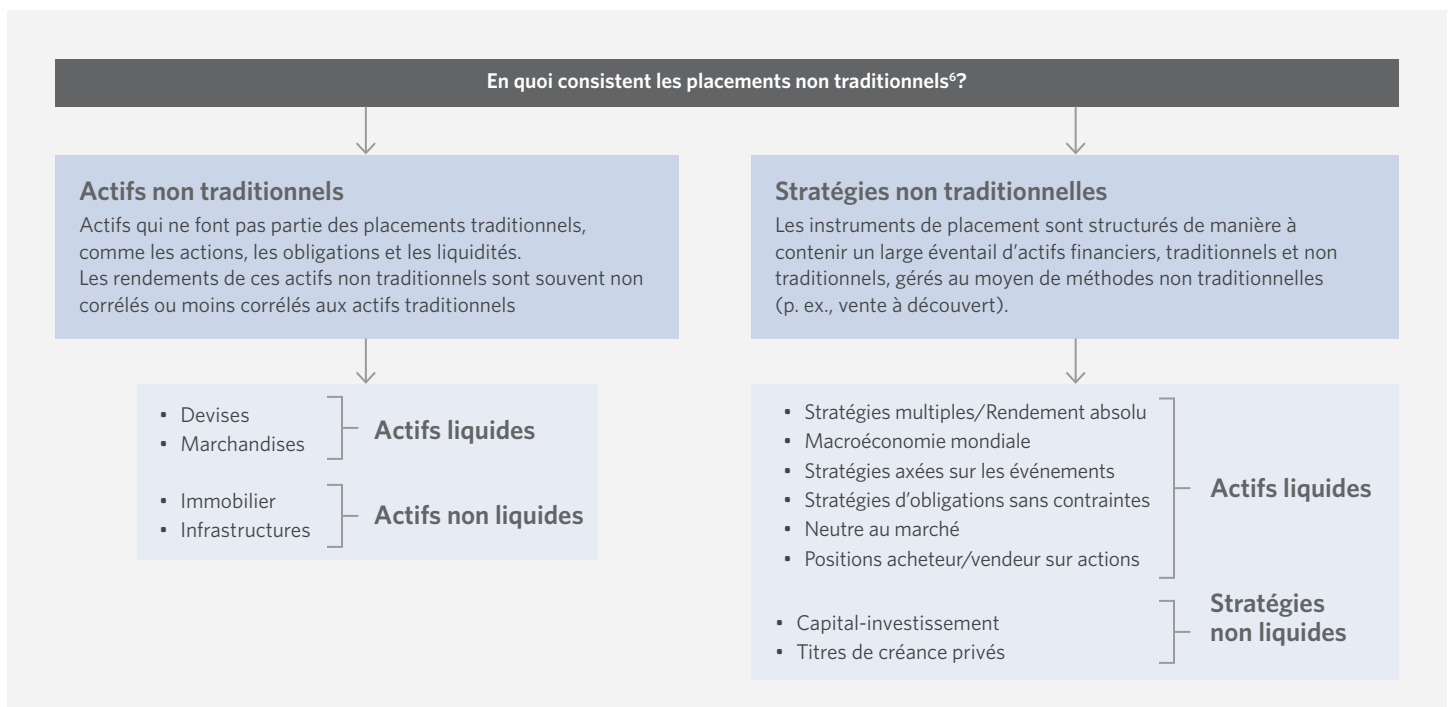
Malgré cette préférence révélée, l'expérience du premier trimestre de 2020 a souligné l'importance d'évaluer le risque d'illiquidité de façon appropriée afin de compléter les autres caractéristiques des portefeuilles des investisseurs. Remplacer un risque concentré par un autre n'est pas une stratégie optimale⁵.

La liquidité visant à accroître le rendement demeure un élément important et souvent sous-utilisé dans les portefeuilles de placement. Les placements non traditionnels liquides complètent les placements non liquides à au moins deux égards. Premièrement, dans les répartitions stratégiques de l'actif

visant à atteindre des objectifs de rendement et des cibles de situation de capitalisation au sein d'un cadre en équilibrant l'exposition du portefeuille à différents facteurs de risque déterminés, dont l'illiquidité.

Deuxièmement, en réduisant le coût de renonciation pour les investisseurs qui détiennent des placements non liquides pendant les périodes d'attente qui précèdent les appels de fonds initiaux et les dessaisissements d'actifs. Les périodes d'attente habituelles représentent trois ans d'activités d'investissement (Bain Associates, 2020). Les périodes de dessaisissement peuvent être encore plus longues (McKinsey and Company, 2020).

La sous-pondération des placements non traditionnels liquides repose sur la perception selon laquelle la liquidité freine le rendement. Nous remettons en question cette perception. Sur la base d'une analyse des rendements attendus, de la corrélation moyenne et de l'atténuation du risque de pertes extrêmes, nous sommes d'avis que les placements non traditionnels liquides constituent une composante de base d'un portefeuille de placement bien construit.



³Le nivellement des rendements oblige les investisseurs à accepter un rendement prévu des placements plus faible, minimisant toute prime d'illiquidité disponible.

⁴L'analyse de ce qu'on appelle l'écart entre les investisseurs révèle que le synchronisme tactique des décisions de répartition des actifs stratégiques, ou du gestionnaire, a retranché de la valeur pour l'investisseur médian (Kinnel, (2019), Dalbar (2020)).

⁵Mark Machin, président et chef de la direction de l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, avait lancé une mise en garde contre une exposition excessive au risque d'illiquidité avant 2020. Source : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-01-20/machin-at-davos-warns-pension-funds-on-rush-to-illiquid-assets>.

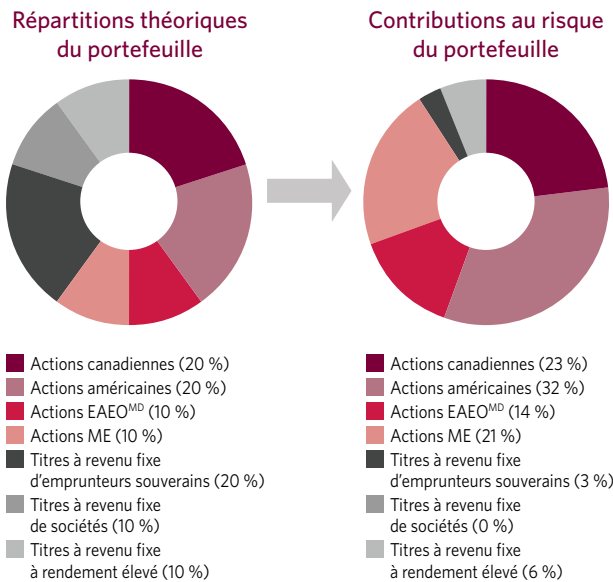
⁶Dans le présent article, nous nous concentrerons principalement sur les stratégies non traditionnelles, en particulier le capital-investissement et les fonds de couverture. Nous aborderons le rôle des actifs réels dans un article ultérieur. Nous définissons les fonds de capital d'investissement comme les fonds d'acquisition par emprunt. Selon les estimations, ce secteur représente 60 % de l'ensemble du marché des actifs de capital d'investissement (Døskeland et Strömberg, 2018).

3. Enjeux

Les investisseurs continuent de délaisser les catégories d'actif traditionnelles pour investir dans des placements non traditionnels. Cette migration tient à deux nécessités.

Premièrement, atténuer la concentration du risque du portefeuille. Les portefeuilles équilibrés traditionnels semblent bien diversifiés, avec des pondérations nominales du capital importantes en actions canadiennes et mondiales, et en titres à revenu fixe d'État et de sociétés (figure 3).

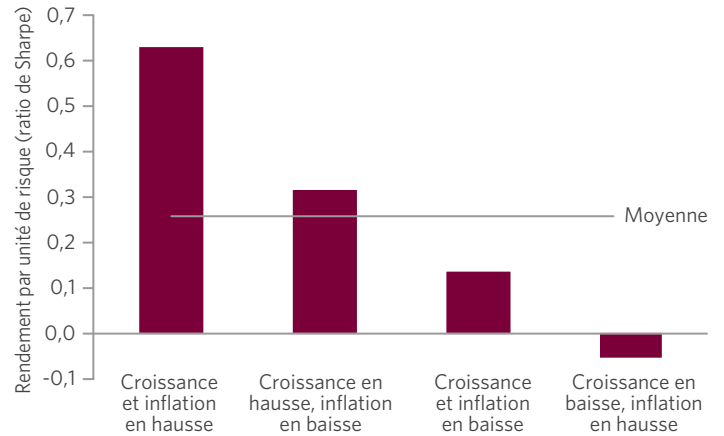
Figure 3 - Les portefeuilles équilibrés traditionnels présentent une concentration excessive de risques liés aux actions.



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg. À des fins d'illustration. « EAEO » est une marque de commerce déposée de MSCI Inc., utilisée sous licence.

En réalité, le risque du portefeuille équilibré est concentré dans les actions et concerne des scénarios macroéconomiques précis. Le portefeuille se comporte bien lorsque la croissance économique est relativement solide et que l'inflation est faible. Historiquement, et en particulier au cours des dix dernières années, cette tendance a été prédominante, de sorte que ce biais constitue une caractéristique attrayante des portefeuilles axés sur le long terme. Toutefois, lorsque d'autres conditions économiques se présentent, les rendements sont généralement inférieurs aux cibles (figure 4).

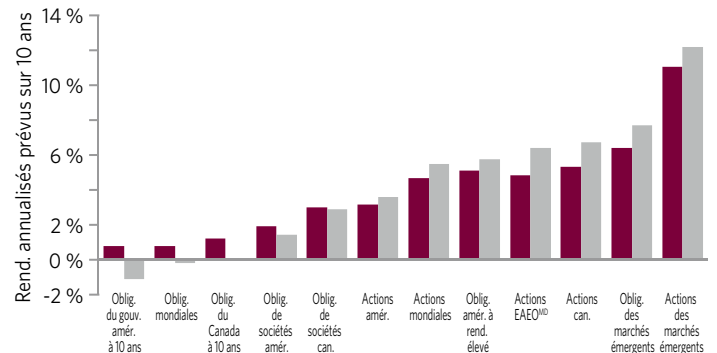
Figure 4 - Les portefeuilles équilibrés traditionnels présentent des concentrations élevées de risques économiques.



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg. Calculés sur la période de référence de 1988 à 2020 et en utilisant les rendements excédentaires par rapport à la trésorerie d'un portefeuille équilibré 60/40. Inflation sur 12 mois de l'IPC américain (%); croissance sur 12 mois de la croissance du PIB réel des États-Unis (%). L'inflation et la croissance augmentent (baisser) selon des observations trimestrielles supérieures (inférieures) à la moyenne des quatre derniers trimestres des séries respectives. Données au 30 avril 2020.

La deuxième raison qui motive cette transition des actifs traditionnels aux placements non traditionnels est la recherche d'autres sources de rendement (figure 5). Les corrections de prix attribuables à la COVID-19 ont amélioré les perspectives de rendement des actions. Toutefois, les rendements attendus des marchés des titres à revenu fixe émis par des États des marchés développés ont continué de baisser. En raison de la faiblesse des taux nominaux et réels, les obligations seront moins en mesure de protéger les portefeuilles dans les périodes de tensions boursières futures ou de contribuer de façon importante aux rendements à long terme.

Figure 5 - Rendements attendus à long terme.

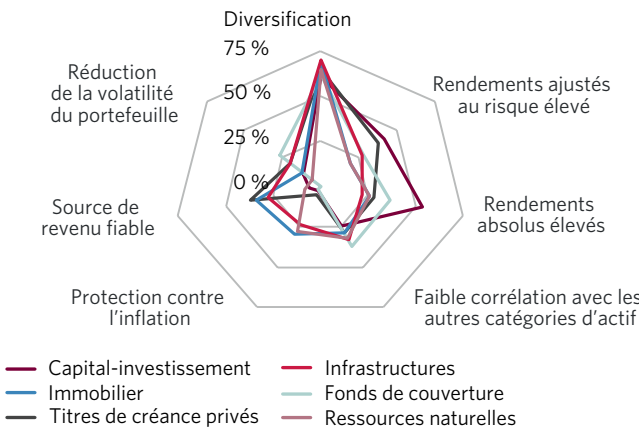


Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. « EAEO » est une marque de commerce déposée de MSCI Inc., utilisée sous licence. Données au 30 avril 2020.

4. Résultats

La répartition du capital de risque du portefeuille entre les catégories d'actif, les stratégies de placement ou les gestionnaires est motivée par l'amélioration proportionnelle du rendement global du portefeuille. Cette amélioration peut être mesurée par divers indicateurs, selon les objectifs particuliers des investisseurs (figure 6).

Figure 6 – Résultats attendus des placements non traditionnels en portefeuille, en pourcentage de participants au sondage.



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Prequin. Données au 31 mars 2020.

Dans l'analyse ci-dessous, nous comparons les placements non traditionnels liquides et non liquides en utilisant deux critères de rendement : les rendements attendus isolés et la diversification. Pour ce dernier critère, l'attention se concentre généralement sur les corrélations moyennes à long terme. Bien que ces facteurs soient pertinents, l'expérience récente a souligné l'importance de tenir compte des corrélations durant les périodes de tensions sur les marchés et d'investir dans des stratégies capables d'atténuer les baisses de capital subies par d'autres répartitions de portefeuille lors des événements extrêmes. Après analyse de ces critères, nos conclusions plaident en faveur d'une pondération en placements non traditionnels liquides.

4.1. Rendements attendus

Les rendements attendus des placements non traditionnels non liquides, en particulier les actifs de capital-investissement, sont intéressants par rapport à ceux des titres des sociétés ouvertes (figure 7). Ils deviennent moins intéressants lorsque nous nous penchons sur les facteurs de risque qui les sous-tendent : taille, valeur, qualité et effet de levier (L'Her et al., 2016, Klymochko, 2019)⁷.

Figure 7 – Les rendements attendus annualisés par rapport aux actifs de capital d'investissement et aux placements non traditionnels non liquides sont relativement intéressants.

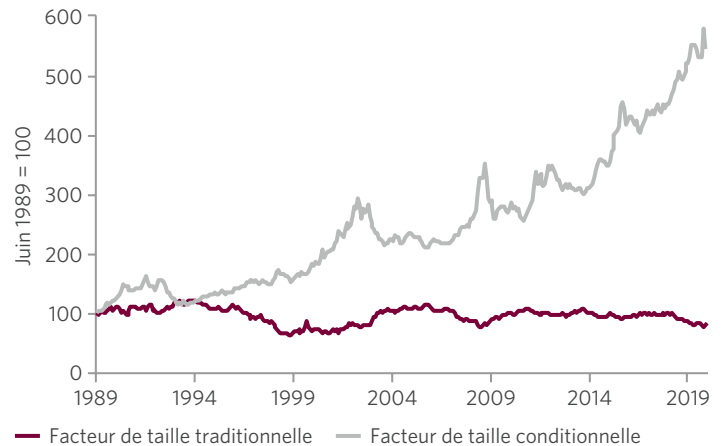


WGB = Obligations d'État mondiales; UST = Obligations du Trésor américain à 10 ans; HF = Fonds de couverture; Diver. = Diversifié. ACWI = Actions de l'indice Monde tous pays

Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream; JP Morgan. « EAEO » est une marque de commerce déposée de MSCI Inc., utilisée sous licence. Données au 30 avril 2020.

L'efficacité à long terme d'une prime de taille naïve a été rejetée (Alquist et al., 2018). Toutefois, la prime de taille conditionnelle reste avantageuse : les portefeuilles qui privilégient constamment les actions à petite et à moyenne capitalisation sous-évaluées et de bonne qualité ont enregistré de solides rendements au cours des trois dernières décennies (figure 8; Asness, Frazzini et Pedersen, 2019).

Figure 8 – Le facteur de taille conditionnelle s'est bien comporté au cours des trois dernières décennies.



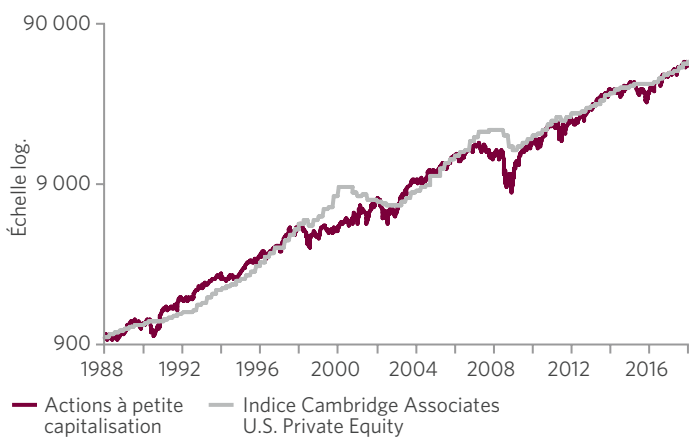
Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : AQR. Données au 30 avril 2020.

⁷ Les placements non traditionnels non liquides, y compris les fonds de capital-investissement, exercent aussi une pression sur la trésorerie du portefeuille pendant les périodes d'attente des premiers appels de fonds.

Cette analyse remet en question l'existence d'une prime d'illiquidité durable des fonds de capital d'investissement (Ang, 2014). Elle suggère plutôt que les rendements des fonds de capital d'investissement peuvent être reproduits au moyen d'une répartition cible à coûts réduits, plus liquide et transparente d'actions attrayantes de sociétés ouvertes à petite et moyenne capitalisation (figure 9)⁸.

Sauf pour les plus importants investisseurs qui ne sont pas en mesure de constituer une répartition adéquate en actions à petite et moyenne capitalisation dans leur portefeuille et qui ont de meilleures chances d'investir de façon soutenue dans les fonds de capital-investissement les plus performants, cette stratégie apparaît comme une autre façon d'exploiter les rendements enregistrés par les fonds de capital-investissement à long terme.

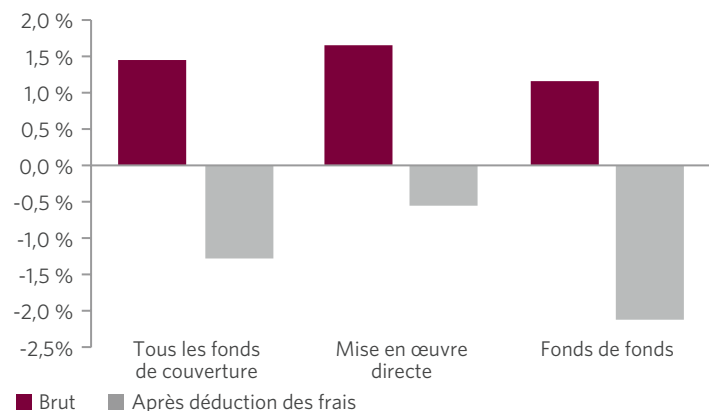
Figure 9 - Les stratégies de réplcation des actifs liquides perturbent le modèle opérationnel des placements non traditionnels non liquides⁹.



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : FactorResearch (2018). Données au 31 décembre 2018.

Les rendements historiques des fonds de couverture, un autre placement non traditionnel non liquide, sont également intéressants par rapport à ceux des actions et des obligations de sociétés ouvertes, avant déduction des frais (figure 10). Cela n'a rien d'étonnant : beaucoup de fonds de couverture mettent en œuvre de stratégies de placement solides qui tirent parti des rendements attendus des primes de risque bien connues et des anomalies comportementales qui offrent un rendement attendu intéressant.

Figure 10 - Rendements annuels des fonds de couverture par rapport à un indice de référence représentatif.



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : CEM Benchmarking. Indice de référence représentatif : portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe. La période de 2000 à 2016 est utilisée dans cet exemple.

Comme le montre également la figure 10, le principal problème auquel sont confrontés les investisseurs qui utilisent des stratégies de fonds de couverture est le montant élevé des frais, lesquels ont largement contribué aux mauvais rendements nets souvent enregistrés par les investisseurs au cours des deux dernières décennies.

4.2. Diversification

Les rendements des placements non traditionnels non liquides sont généralement présentés après lissage, conformément aux normes de prix qui tiennent compte des évaluations à la valeur de marché occasionnelles. Cet aplatissement est apprécié des investisseurs axés sur le long terme, car il leur permet d'atténuer la volatilité de la situation de capitalisation et des taux de cotisation du régime. Le lissage des rendements fait des actifs non liquides une source de diversification, en particulier durant les périodes de fortes tensions sur les marchés, et permet de réduire au minimum les décisions prises de manière intempestive relatives à la répartition de l'actif.

Pour nos fins, nous souhaitons examiner la véritable structure de corrélation des rendements par rapport aux fonds de capital-investissement, soit les rendements non lissés, en ayant recours à des techniques statistiques standards.

⁸La volatilité de cette stratégie de réplcation sera plus élevée que celle des fonds de capital-investissement, car elle comporte des titres de sociétés ouvertes dont les rendements publiés ne sont pas nivelés. De plus, l'effet de levier des deux stratégies sera le même.

⁹De même, l'indice US Venture Capital n'a pas surpassé l'indice Nasdaq depuis 2002 (FactorResearch, 2020).

Une fois que l'on a éliminé l'aplanissement artificiel, l'avantage en matière de diversification lié à la pondération en fonds de capital-investissement et autres actifs non liquides est relativement faible (figure 11). La corrélation moyenne par paire avec les actions cotées en bourse est supérieure à 60 % dans la plupart des cas. Ces corrélations non lissées sont intuitives. Le capital-investissement ajoute un effet de levier dans la composante de base en actions de sociétés ouvertes. Les deux répartitions sont exposées à des flux de trésorerie sous-jacents similaires et au même facteur de risque principal, soit la croissance macroéconomique (Stafford, 2015).

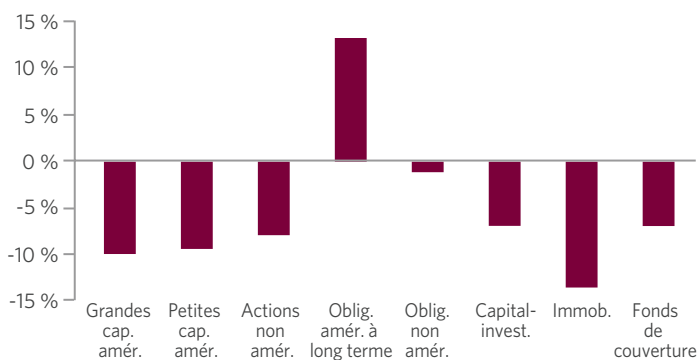
Figure 11 – Corrélations mensuelles par paires de stratégies d'actifs de capital d'investissement et d'actions de sociétés ouvertes à titre illustratif.

Catégorie d'actif	Capital-investissement	Infrastructures	Immobilier
Indice S&P 500	0,81	0,67	0,67
MSCI MONDE	0,79	0,78	0,74
EAEO ^{MD}	0,68	0,81	0,73
Russell 2000	0,70	0,56	0,66
MSCI EMF	0,51	0,65	0,62

Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. « EAEO » est une marque de commerce déposée de MSCI Inc., utilisée sous licence. De décembre 2002 à mai 2020. Matrice de corrélation à pondération égale.

Outre les corrélations assez élevées des pairs et les avantages de diversification relativement faibles, la capacité des fonds de capital-investissement à atténuer les rendements négatifs des actions de sociétés ouvertes en période de tensions sur les marchés n'a pas été favorable (figure 12).

Figure 12 – Rendement de certaines catégories d'actif et stratégies pendant la crise financière mondiale de 2007-2008¹⁰



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : CEM Benchmarking. Rendements standardisés à une volatilité de 10 % pour faciliter les comparaisons. Les rendements énoncés sont ceux de la période de 2007 à 2008.

Tout comme pour les actifs de capital-investissement, l'existence d'un fonds de couverture distinct offrant une prime de rendement non liquide, dans de nombreux cas, n'est pas évidente. L'illiquidité des fonds de couverture tient souvent aux dispositions artificielles imposées par le gestionnaire relatives à l'immobilisation et à l'atténuation, plutôt qu'aux caractéristiques inhérentes des catégories d'actif ou des stratégies auxquelles le gestionnaire du fonds de couverture est exposé.

Néanmoins, de nombreux fonds de couverture investissent en se fondant sur des stratégies cohérentes qui tirent parti de primes de risque bien connues et d'anomalies comportementales présentant un rendement attendu intéressant et une corrélation moyenne relativement faible avec les actions de sociétés ouvertes (figure 13). C'est une base solide sur laquelle on peut s'appuyer.

Figure 13 – Corrélations mensuelles par paires de stratégies de fonds de couverture et d'actions de sociétés ouvertes à titre illustratif.

Catégorie d'actif	Total des fonds de couv.	Macro/cons. en opér. sur march.	Crédit	Discr. Orientation thématique
Indice S&P 500	0,44	-0,03	0,31	0,12
MSCI MONDE	0,37	-0,11	0,24	0,07
EAEO ^{MD}	0,29	-0,16	0,17	0,04
Russell 2000	0,26	-0,18	0,15	-0,04
MSCI EMF	0,07	-0,29	-0,05	-0,05

Total des fonds de couv. = fonds de couverture; cons. en opér. sur march. = conseiller en opérations sur marchandises; discr. = discrétionnaire.

Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. « EAEO » est une marque de commerce déposée de MSCI Inc., utilisée sous licence. De décembre 2002 à mai 2020. Matrice de corrélation à pondération égale.

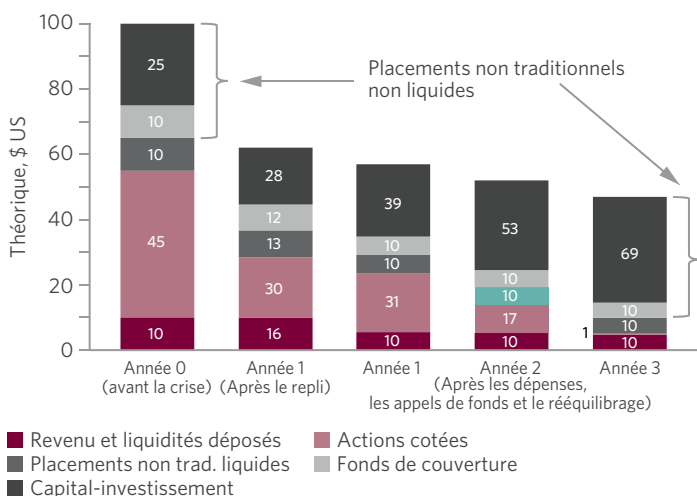
Toutefois, selon la figure 12 ci-dessus, et à l'instar des fonds de capital-investissement, les fonds de couverture dans leur ensemble n'ont pas atténué les pertes subies par les actions de sociétés ouvertes durant la crise financière mondiale. Ils permettent aux investisseurs de faire un pas de plus dans leur quête d'une plus grande diversification, mais ils déçoivent pendant les moments cruciaux.

¹⁰ Une conclusion similaire s'applique au premier trimestre de 2020 : Le rendement des actifs de capital-investissement se situe entre -9,7% et -11,3%, selon la définition (Cambridge Associates, 2020).

4.3. Liquidité

Les placements dans les fonds de capital-investissement et les fonds de couverture ont aussi d'importantes répercussions sur la liquidité du portefeuille. Il convient de porter une attention particulière à la longue période d'attente des appels de fonds associés aux placements dans les fonds de capital-investissement, au cours de laquelle le capital engagé est souvent exposé au risque, alors même que les investisseurs cherchent à l'atténuer au moyen de la diversification, ou aux rendements faibles des liquidités. Une fois que les appels de fonds ont commencé, ces problèmes persistent en règle générale, souvent en période de tensions sur les marchés, lorsque la liquidité des marchés et des portefeuilles est souvent faible¹¹. Autre obstacle à la liquidité des régimes, le délai de liquidation des fonds de capital-investissement est généralement long (McKinsey and Company, 2020). Le capital peut rester immobilisé dans ces fonds bien plus longtemps que prévu. Ces deux facteurs peuvent entraîner d'importants changements non désirés dans la répartition des portefeuilles et soulignent l'importance d'une pondération stratégique appropriée des placements non traditionnels non liquides et liquides au sein des portefeuilles (figure 14).

Figure 14 – La répartition du portefeuille peut changer considérablement en période d'illiquidité des marchés.



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Cambridge Associates (2019). À des fins d'illustration. Les données indiquées sur les barres correspondent au pourcentage du portefeuille attribué à chaque catégorie d'actif et stratégie. Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre à 100 %. Dans ce scénario de crise stylisé, les rendements de la première année pour chaque catégorie d'actif sont présumés égaux à la baisse enregistrée par la catégorie d'actif pendant la crise financière mondiale de 2007 à 2009. On suppose que les rendements des années 2 et 3 sont de zéro. Les dépenses sont maintenues à 5 % de la valeur initiale du portefeuille. Le taux annuel des appels de fonds est fixé à 20 % de la pondération initiale des placements privés. Les sorties de fonds sont présumées se produire à la fin de l'exercice. Dans ce scénario, les dépenses sont tirées des catégories d'actif de telle sorte qu'une pondération constante des actions en portefeuille (actions de sociétés privées et ouvertes) puisse être établie.

¹¹Selon Cambridge Associates (2019), « [...] lors de la crise financière mondiale, les appels de fonds ont sensiblement ralenti en raison de la réticence des commanditaires aux prises avec des problèmes de liquidité, des écarts importants entre les cours acheteur et vendeur des actifs, des graves problèmes de financement des titres de créance et de la réticence de certaines sociétés en commandite à acheter des actifs très affaiblis dans un contexte de crise financière. Si nous pouvions assister à une répétition de ce ralentissement lors de la prochaine récession, il serait risqué pour les sociétés en commandite de supposer que les appels de fonds se tariront à nouveau. » (traduction libre).

¹²Nous abordons la question de la part à attribuer aux placements non traditionnels liquides dans un document d'accompagnement.

4.4. Placements non traditionnels liquides

Les investisseurs sont de moins en moins enclins à étoffer leurs participations dans les fonds de couverture existants. C'est compréhensible, compte tenu du rendement décevant après déduction des frais.

Toutefois, il ne faut pas perdre de vue les rendements attendus à long terme intéressants associés aux rapports entre les données fondamentales et comportementales cohérentes que de nombreuses stratégies de fonds de couverture exploitent. L'important est d'avoir recours à ces stratégies sans donner lieu à des frais élevés, un faible taux de liquidité et un manque de transparence.

Les placements non traditionnels liquides représentent une solution¹². Beaucoup d'entre eux sont semblables aux fonds de couverture du point de vue des stratégies de placement qu'ils exploitent pour ajouter de la valeur aux portefeuilles de placement. Ils sont très différents sur d'autres plans, notamment la liquidité, la transparence et les frais (figure 15).

Figure 15 – Les frais associés aux placements non traditionnels liquides sont souvent inférieurs à ceux des fonds de couverture, malgré la similitude de leurs stratégies de placement.

Performance	Frais de gestion (%)	Rendement* (pb)
Fonds de couverture, standard	2,0	20
Moyenne actuelle du secteur	1,4	17
Frais des placements non trad. liquides à titre indicatif, option 1**	0,0	15
Frais des placements non trad. liquides à titre indicatif, option 2**	0,1	12

*Taux de rendement cible de 1 % pour chaque. Les cibles de rendement intègrent souvent un point culminant.

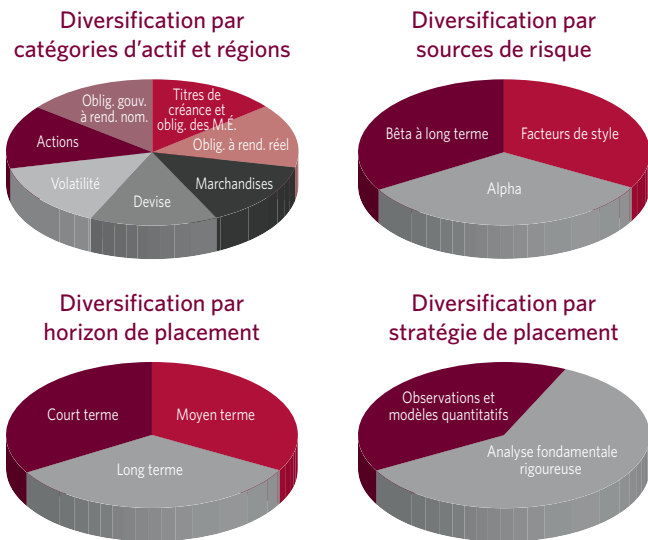
**Exemple fondé sur la Stratégie de rendement absolu d'actifs multiples CIBC (SRAAM). À titre indicatif seulement, et sous réserve des rajustements en fonction, entre autres, de la taille du mandat.

Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Crédit Suisse. Données au 29 février 2020.

Un ensemble de placements non traditionnels liquides contient des stratégies d'actifs uniques. Citons par exemple la stratégie de rendement absolu de gestion active des devises de Gestion d'actifs CIBC, qui se classe dans le premier quartile de l'univers des gestionnaires pertinents depuis 24 ans.

Un autre ensemble de placements non traditionnels liquides intègre plusieurs stratégies de fonds de couverture en position acheteur seulement et en position acheteur/vendeur dans plusieurs catégories d'actif au sein d'un cadre de gestion du risque rigoureux. Cet ensemble comprend la Stratégie de rendement absolu pour d'actifs multiples de Gestion d'actifs CIBC (SRAAM). L'élargissement de l'éventail des placements qui en résulte génère un rendement attendu distinct intéressant, qui contredit la perception courante selon laquelle les placements non traditionnels liquides freinent le rendement, ainsi que des portefeuilles exposés à des facteurs de risque diversifiés de manière à atteindre l'exposition concentrée d'un portefeuille équilibré traditionnel à la croissance macroéconomique (figure 16).

Figure 16 - Les placements non traditionnels liquides offrent une diversification du fait de leur construction.

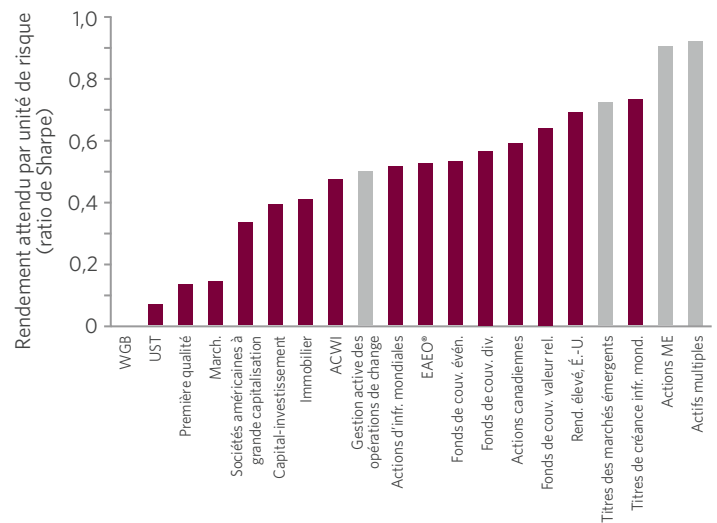


Source : Gestion d'actifs CIBC inc.

Compte tenu de la diversité des placements et de l'absence de concentration des risques, les placements non traditionnels liquides devraient répondre à nos critères de rendement : rendements attendus et diversification, en moyenne et, surtout, en période de tensions boursières extrêmes.

Du point de vue du rendement à long terme, et contrairement à la perception selon laquelle le rendement des liquidités serait freiné, le rendement annualisé par rapport aux placements non traditionnels liquides est comparable aux rendements des actions des marchés développés et des placements non liquides, en particulier lorsqu'ils sont rajustés en fonction de la volatilité, et est nettement plus élevé que celui des titres à revenu fixe d'emprunteurs souverains de base des marchés développés (figure 17).

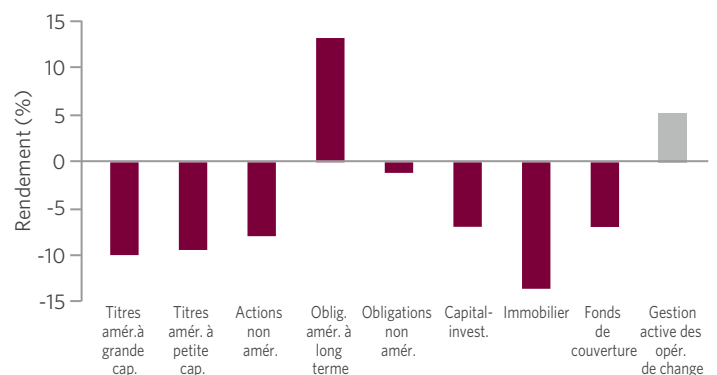
Figure 17 - Les rendements corrigés du risque attendus des placements non traditionnels à stratégie unique ou multiple se comparent avantageusement à ceux des placements non liquides et des actifs de sociétés ouvertes traditionnels.



WGB = Obligations d'État mondiales; UST = Obligations du Trésor américain à 10 ans; HF = Fonds de couverture; Diver. = Diversifié. ACWI = Actions de l'indice Monde tous pays
 Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Gestion d'Actif J.P. Morgan. « EAEQ » est une marque de commerce déposée de MSCI Inc., utilisée sous licence. Données au 30 avril 2020.

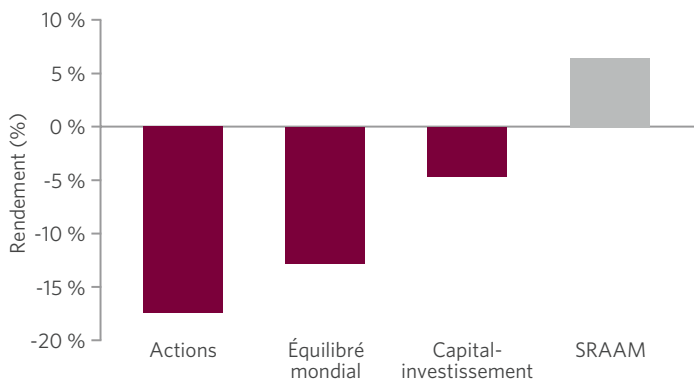
Sur le plan de la diversification, et plus particulièrement de l'atténuation du risque de pertes extrêmes, les placements non traditionnels liquides ont démontré leur capacité à atténuer la sous-performance des actions et des portefeuilles équilibrés en période de tensions sur les marchés. Cela vaut aussi bien pour la crise financière mondiale que pour le premier trimestre de 2020 (figures 18a et 18b). Il s'agit d'un contraste important avec les fonds de capital-investissement et les fonds de couverture.

Figure 18a - Les placements non traditionnels liquides ont démontré une capacité à atténuer la sous-performance des actions pendant la crise financière mondiale de 2007-2008.



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : CEM Benchmarking. Les rendements sont normalisés à une volatilité annualisée de 10 % pour faciliter la comparaison.

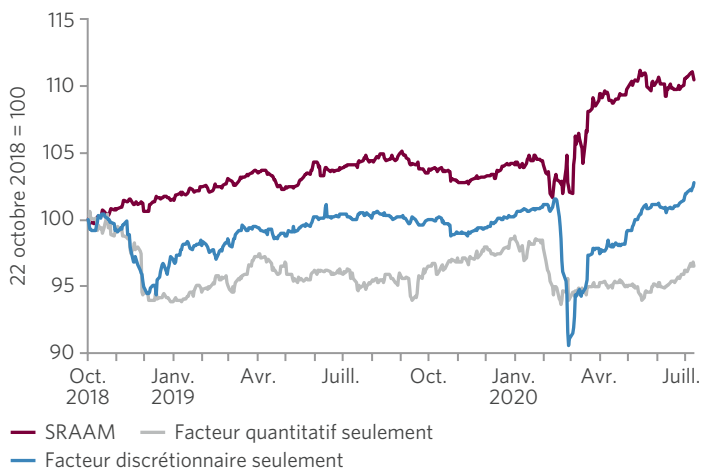
Figure 18b – Les placements non traditionnels liquides ont démontré une capacité à atténuer la sous-performance des actions pendant le T1 de 2020.



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg; Cambridge Associates (2020). Les actions sont représentées par l'indice S&P/TSX. Répartition du portefeuille équilibré mondial à titre illustratif : Actions (30 % Canada (S&P/TSX), 15 %, États-Unis (S&P 500), 10 % EAEOMD, 5 % marchés émergents (MSCI ME); titres à revenu fixe (20 % d'obligations d'État canadiennes (FTSE TSX), 20 % d'obligations d'État américaines (indice global des obligations américaines Barclays). Les rendements sont normalisés à une volatilité annualisée de 10 % pour faciliter la comparaison. « EAEO » est une marque de commerce déposée de MSCI Inc., utilisée sous licence.

Réflétant la diversité et l'étendue des intrants, des facteurs de risque et des occasions d'investissement, les stratégies multi-actifs prouvent également leur capacité à améliorer les rendements des stratégies d'investissement à un seul volet (figure 19). La diversification véritable est importante.

Figure 19 – Une vaste gamme de placements dans les stratégies multi-actifs favorise les rendements supérieurs par rapport aux autres stratégies plus restrictives.



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg. SRAAM : Symbole Bloomberg - RMAARSO CN Equity; Stratégies quantitatives factorielles : Symbole Bloomberg - QGMIX US Equity; Discrétionnaire seulement : Symbole Bloomberg - SUNSLBH CN Equity. Rendements de chaque stratégie normalisés à un risque annualisé de 5 %. Données au 31 juillet 2020.

5. Conclusion

Les placements non traditionnels liquides font partie intégrante de tout portefeuille de placement bien construit. Ils complètent les placements dans d'autres catégories d'actif et stratégies non liquides et traditionnelles en diversifiant les placements dans des portefeuilles concentrés sur les actions, la croissance macroéconomique et les facteurs de risque d'illiquidité, et en améliorant les rendements attendus des portefeuilles à long terme.

La crise financière mondiale et la récession de 2020 (COVID-19) portent à croire que les stratégies non traditionnelles liquides peuvent aussi contribuer à atténuer les risques de perte extrême associés aux actions, et à l'actif connexe, ainsi qu'à la répartition, et apaiser les inquiétudes à l'égard d'éventuelles contraintes de financement et de liquidité causées par la correction des cours et les perturbations.

6. Références

- Alquist, R., R. Israel et T. Moskowitz (2018), Fact, Fiction, and the Size Effect. *The Journal of Portfolio Management*, vol. 45(1).
- Ang, A. (2014), *Asset Management : A Systematic Approach to Factor Investing*. Oxford University Press.
- Asness, C.S., A. Frazzini et L.H. Pedersen (2019), Quality Minus Junk. *Review of Accounting Studies*, 24(1), 34-112.
- Bain Associates (2020), *Global Private Equity Report*.
- Cambridge Associates (2019), *Managing Portfolios Through Equity Market Downturns*.
- Cambridge Associates (2020), *Private Investment Benchmarks*.
- Dalbar (2020), <https://www.dalbar.com/>
- Døskeland, T.M., and P. Strömberg (2018), *Evaluating Investments in Unlisted Equity for the Norwegian Government Pension Fund*.
- FactorResearch (2018), *Private Equity: The Emperor Has No Clothes*. www.factorresearch.com
- FactorResearch (2020), *Venture Capital: Worth Venturing Into?* www.factorresearch.com
- JP Morgan Asset Management (2019), *Guide to Alternatives, Q2*.
- JP Morgan Asset Management (2020), *Long-Term Capital Market Assumptions*.
- Kinnel, R. (2019), *Mind the Gap 2019*. <https://www.morningstar.com/articles/942396/mind-the-gap-2019>
- Klymochko, J. (2019), *The Myth of the Illiquidity Premium*. Accelerate Blog. January 22.
- L'Her, J.-F., R. Stoyanova, K. Shaw, W. Scott et C. Lai. (2016), A Bottom-Up Approach to the Risk-Adjusted Performance of the Buyout Fund Market. *Financial Analysts Journal*, 72(4), p. 36-48.
- McKinsey and Company (2020), *Private Markets Come of Age*. McKinsey Global Private Markets Review 2019.

Parlons ensemble

Si vous avez des questions au sujet de ce rapport ou de tout autre sujet, n'hésitez pas à communiquer avec :

Michael Sager, Ph.D.

Vice-président, Multiclasse d'actifs et gestion des devises

Gestion d'actifs institutionnels

michael.sager@cibc.com | 416 980-6301

Pour en savoir plus, visitez le site : cibcam-institutional.com

Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne doit pas être interprété comme un conseil de placement. Il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à donner des conseils de placement. Il ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses diverses plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe de gestion d'actifs multiples et de gestion des devises [ou de l'équipe de Gestion d'actifs institutionnels] et peuvent différer des opinions des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

Lorsqu'elle en a l'autorisation, Gestion d'actifs CIBC peut utiliser d'autres instruments dérivés pour la gestion de ses comptes. Gestion d'actifs CIBC peut utiliser des instruments dérivés, comme des contrats à terme, des contrats à terme de gré à gré, des swaps, des options, des bons de souscription couverts, des titres de participation assimilables à des titres de créance avec option, ou toute combinaison de ces instruments, dont la valeur est basée sur le cours du marché, un indice ou le cours/la valeur d'un titre, une devise, une marchandise ou un instrument financier. Les instruments dérivés peuvent être utilisés aux fins suivantes : mise en œuvre de positions de change.

« Couverture : compensation ou réduction du risque associé à la totalité ou à une partie d'un placement ou groupe de placements existant. Les opérations de couverture croisée sont permises s'il existe un haut degré de corrélation entre les changements de valeur au marché du placement ou groupe de placements à couvrir et l'instrument de couverture; Établissement d'exposition par rapport à certains marchés : réplique des actions, des titres à revenu fixe, des instruments du marché monétaire, des devises ou d'autres indices ou titres dans le but de réduire les frais d'opération et d'accroître la liquidité; Facilitation du processus de gestion de placement : augmentation de la rapidité, de la souplesse et de l'efficacité des opérations de gestion de placement du compte du client; Rendements potentiels accrus : Immobilisation des avantages procurés par les coûts inférieurs et les opérations d'arbitrage, sauf dans le cas des comptes de client privés. »

^{MD}Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques déposées de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence.

Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC et ne doit pas être distribué sans son consentement préalable.