Mesure et gestion du risque de liquidité et de trésorerie

Chapitre 19 : Les actifs illiquides



Jaouad Madkour

Faculté d'Économie et de Gestion de Tanger · 30 août 2026

Plan du chapitre

Avant de commencer

Mesure avant choix

La prime de liquidité

Un portefeuille peu liquide

Synthèse

Avant de commencer

Pourquoi ce chapitre ?

Après dix-huit chapitres consacrés à la liquidité du passif d'un établissement — dépôts, financement de gros, pensions livrées, tarification interne — ce dernier chapitre retourne la focale vers l'actif : que se passe-t-il lorsqu'une part significative du portefeuille est elle-même illiquide ? Il montre pourquoi les rendements déclarés des actifs illiquides trompent systématiquement l'analyse, quelle prime ils offrent réellement une fois ce biais corrigé, et comment un investisseur institutionnel doit adapter son allocation et son processus de rééquilibrage en conséquence. Il clôt ainsi le cours en reliant la gestion de la liquidité du passif, étudiée tout au long de cet ouvrage, à celle de l'actif.

Mesure avant choix

Les rendements déclarés des actifs illiquides ne sont pas les vrais rendements

Le biais de lissage

En l'absence de marché secondaire actif, les actifs illiquides — capital-investissement, immobilier non coté, infrastructures — sont valorisés périodiquement par des méthodes d'expertise plutôt que par des prix de marché observés en continu. Ce mode de valorisation lisse artificiellement la série de rendements déclarés : la volatilité mesurée sous-estime la volatilité économique réelle, et la corrélation apparente avec les marchés cotés est mécaniquement tirée vers le bas, quelle que soit la corrélation économique véritable entre ces actifs et le reste du portefeuille.

Trois sources de distorsion statistique

Trois phénomènes concourent à ce biais : le **lissage** (*smoothing*) résultant des méthodes de valorisation par expertise ; le **biais de survie** (*survivorship bias*), lorsque les gestionnaires ou fonds les moins performants disparaissent des bases de données utilisées pour construire les indices de référence ; et le **biais de sélection**, lorsque les transactions effectivement observées sur le marché secondaire ne sont pas représentatives de l'ensemble du marché — les cessions ayant souvent lieu pour des raisons idiosyncratiques (besoin de liquidité du vendeur) plutôt que comme un échantillon aléatoire du marché.

La prime de liquidité

Une prime qui varie entre classes d'actifs et à l'intérieur de chacune

La prime de risque de liquidité entre classes d'actifs

Une fois les rendements corrigés du biais de lissage, la littérature identifie une prime de risque de liquidité positive mais d'ampleur variable selon la classe d'actifs considérée — plus élevée pour le capital-investissement et l'immobilier direct que pour des actifs cotés mais peu échangés. Cette prime rémunère l'incapacité de céder rapidement la position sans décote, ainsi que l'exposition accrue à un risque de rachat forcé en période de tensions de marché généralisées.

La prime de liquidité à l'intérieur d'une même classe d'actifs

À l'intérieur même d'une classe d'actifs cotés, un écart de rendement subsiste entre titres liquides et titres peu échangés de caractéristiques par ailleurs comparables — un phénomène documenté de longue date sur les marchés actions comme obligataires, et qui reflète le même arbitrage fondamental entre rendement espéré et facilité de sortie, à une échelle plus modeste que celle observée entre classes d'actifs cotées et non cotées.

Un portefeuille peu liquide

Coûts de transaction et fréquence de négociation

Allocation stratégique sous coûts de transaction

La présence de coûts de transaction significatifs modifie la solution d'allocation optimale par rapport au cas sans friction : plutôt que de rééquilibrer continûment vers des poids cibles fixes, un investisseur rationnel tolère une bande de fluctuation autour de sa cible et ne rééquilibre que lorsque l'écart dépasse un seuil justifiant le coût de la transaction — un principe d'autant plus contraignant que l'actif concerné est illiquide et coûteux à ajuster.

Allocation sous négociation peu fréquente

Lorsqu'un actif ne peut, par construction, être négocié qu'à intervalles espacés — cas du capital-investissement, dont les positions ne se dénouent qu'au rythme des cessions décidées par le gérant du fonds sous-jacent —, l'allocation optimale doit intégrer cet horizon de négociation contraint dès la phase de construction du portefeuille, plutôt que de le traiter comme une simple contrainte opérationnelle à gérer a posteriori.

Le cas Harvard : faut-il liquider une dotation en détresse ?

La dotation de l'université Harvard, fortement engagée dans les actifs illiquides selon le modèle popularisé par les grandes dotations universitaires américaines, s'est retrouvée à devoir envisager des cessions sur le marché secondaire lors de la crise financière de 2007-2009, lorsque la baisse simultanée de ses revenus et la poursuite des appels de fonds sur ses engagements de capital-investissement ont créé une tension de liquidité aiguë malgré un portefeuille par ailleurs solvable. Cet épisode illustre concrètement le risque examiné dans ce chapitre : un investisseur peut être fondamentalement solvable — la valeur totale de ses actifs excède ses engagements — tout en étant contraint de vendre dans des conditions défavorables faute de liquidité immédiatement mobilisable, exactement le risque de financement déjà rencontré au premier chapitre de ce cours.

Des recommandations pratiques pour les investisseurs institutionnels

Sur la base de cette expérience, la littérature recommande aux investisseurs institutionnels de dimensionner leur allocation aux actifs illiquides en fonction de leurs besoins de liquidité les plus défavorables plutôt que de leurs besoins moyens attendus, de maintenir une réserve de liquidité suffisante pour honorer les appels de fonds sans avoir à céder d'autres positions en catastrophe, et de diversifier les engagements par année de vintage pour éviter une concentration des appels de fonds

Synthèse

Ce qu'il faut retenir

Synthèse du chapitre et du cours

Les rendements déclarés des actifs illiquides sont systématiquement biaisés par le lissage des valorisations d'expertise, le biais de survie et le biais de sélection des transactions observées — une fois ce biais corrigé, une prime de liquidité positive mais variable subsiste, qui doit guider une allocation tenant explicitement compte des coûts de transaction et de la fréquence de négociation contrainte de ces actifs. Le cas Harvard rappelle qu'un investisseur solvable peut néanmoins être mis en difficulté par un manque de liquidité immédiatement mobilisable — le risque de financement précisément défini au premier chapitre de ce cours.

Ce chapitre referme ainsi la boucle ouverte au chapitre 1 : la liquidité d'un établissement se joue autant du côté du passif — dépôts, financement de gros, plans d'urgence — que du côté de l'actif, où la part investie en instruments illiquides doit être dimensionnée avec la même rigueur que n'importe quelle autre exposition au risque de liquidité.