

Entretiens de la FAIDER
**Comment dégager de la performance à long
terme?**

**Principes de l'allocation stratégique pour
les investisseurs à long terme**

Michel Aglietta

Univ. Paris Ouest, Cepii et Groupama-am

Investisseurs à long terme: les traits saillants

- Pourquoi des principes spécifiques d' allocation d'actifs?
- Les caractéristiques des marchés financiers exploitables par les investisseurs à long terme
- Principes dynamiques à retenir pour l' allocation dans le temps
- Importance cruciale de la gestion actif passif

Les vertus des investisseurs à long terme

- Ce sont des acteurs financiers qui ont des engagements sociaux à leur passif, lesquels déterminent les objectifs qui leur sont assignés:
 - *Préserver dans la longue durée la valeur réelle du capital qui leur est confié avec une probabilité définie par la puissance publique (fonds souverains) ou par la relation contractuelle (investisseurs institutionnels à prestations définies)*
 - *Viser des rendements réels compatibles avec les engagements du passif*
- Ce qui induit un métier différent des arbitragistes spéculateurs:
 - *Ils n'ont pas de levier d'endettement excessif*
 - *Ils n'ont pas de besoin de liquidités non anticipés*
 - *Ils ne menacent pas de vendre des actifs en détresse et n'exercent donc pas de pression de liquidités sur des tiers*
 - *Ils sont des investisseurs patients*
 - *Ils ont des capacités à prendre des risques et à immobiliser du capital*
 - *Ils se doivent d'avoir une gestion financière diversifiée*

Investisseurs de LT et marchés boursiers

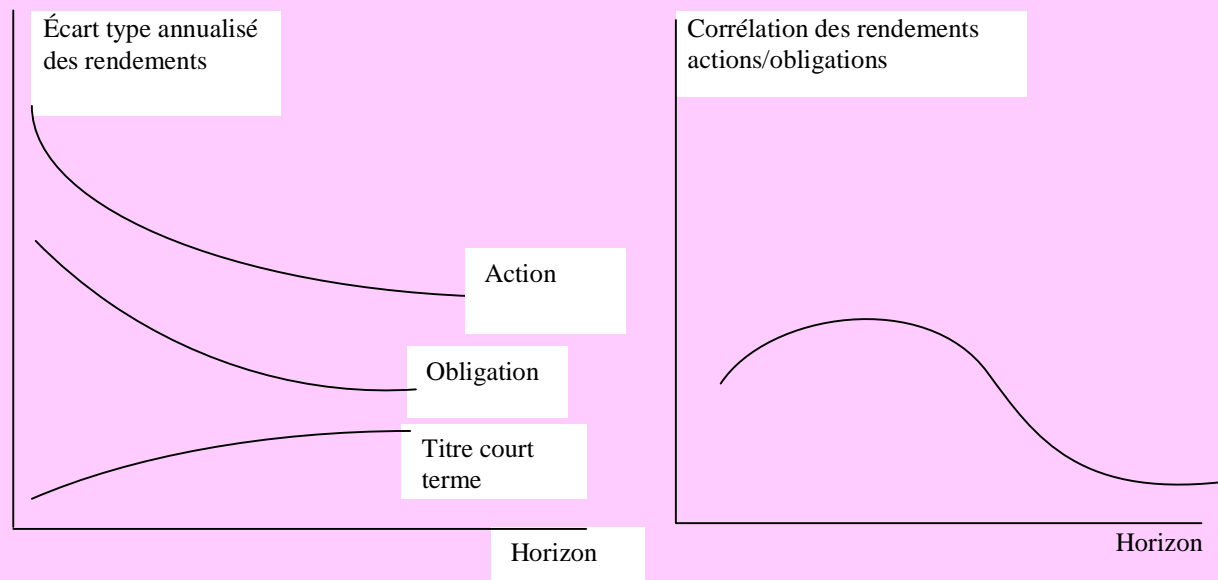
- Les investisseurs de LT peuvent et doivent capter les tendances de LT des marchés. Mise en évidence de cycles longs → **effets de retour vers la moyenne** sur des horizons de 15 à 20 ans

Cycles canoniques du marché des actions aux US

Cycles canoniques				S&P 500		Rendements annuels du S&P 500			
Cycle	Début	Fin	Durée (années)	Indice nominal (fin de phase)	Variation sur la phase	Rendement nominal	Rendement réel	Rendement réel dividendes réinvestis	
1 ^{er} Cycle	Baissier (1 Dn)	7/1881	8/1896	15,2	4,0	-36,9 %	-3,0 %	-2,3 %	2,3 %
	Haussier (1 Up)	9/1896	9/1906	10,1	10,0	148,6 %	9,5 %	7,4 %	11,4 %
2 ^e Cycle	Baissier (2 Dn)	10/1906	6/1921	14,8	6,6	-34,2 %	-2,8 %	-7,7 %	-2,5 %
	Haussier (2 Up)	7/1921	8/1929	8,2	30,2	359,4 %	20,5 %	21,4 %	27,6 %
3 ^e Cycle	Baissier (3 Dn)	9/1929	6/1949	19,8	15,1	-50,1 %	-3,4 %	-5,0 %	-0,1 %
	Haussier (3 Up)	7/1949	11/1968	19,4	103,9	590,1 %	10,5 %	8,2 %	12,7 %
4 ^e Cycle	Baissier (4 Dn)	12/1968	7/1982	13,7	119,5	15,1 %	1,0 %	-6,2 %	-2,0 %
	Haussier (4 Up)	8/1982	8/2000	18,1	1 436,5	1 102,0 %	14,7 %	11,2 %	14,5 %
5 ^e Cycle	Baissier (5 Dn)	9/2000	12/2006	6,2	1 414,0	-1,6 %	-0,2 %	-2,0 %	-0,5 %
	Période 7/1881 → 12/2006			14,9			4,5 %	1,7 %	6,3 %
	Moyenne Baissier (→ 8/2000)			15,9		-26,5 %	-2,0 %	-5,3 %	-0,6 %
	Moyenne Haussier (→ 8/2000)			13,9		550,0 %	13,8 %	12,0 %	16,6 %

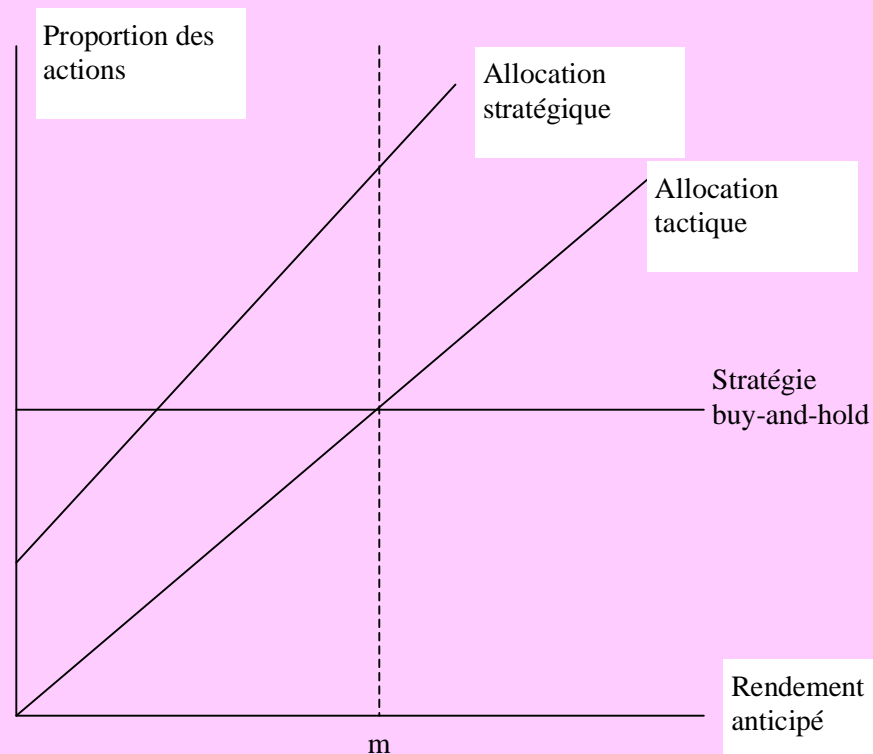
Investisseurs de LT: retour vers la moyenne et corrélations entre marchés

- Les taux obligataires varient:
 - A LT avec la croissance potentielle et les changements structurels qui affectent l'équilibre épargne investissement
 - A CT avec le cycle de l'activité et de l'inflation
- La variabilité des rendements des titres longs (actions et obligations) ↘ avec l'horizon; celle des titres courts ↗
- la corrélation des rendements actions/obligations ↘ sur horizons longs



Principes de l'allocation dynamique

- L'actif à risque minimal d'un investisseur de LT est une obligation longue:
 - Nominale si l'inflation est basse et stable
 - Indexée si l'inflation est variable et forte
- l'investisseur LT doit faire jouer le processus de retour vers VF des actions:
Part des actions toujours +gde pour l'investisseur LT que pour l'investisseur myope



Construire un portefeuille robuste aux crises

- Dans les crises l'obsession de la liquidité provoque la dissolution des différences de rendements entre les actifs avec les conséquences:
 - *Contagion*: la corrélation ↗ entre tous les actifs risqués
 - *Confusion*: la volatilité à CT augmente fortement
 - *Fuite vers la qualité*: les actifs qui expriment la liquidité sont les titres d'état sans risque de crédit
- Il s'ensuit que:
 - La corrélation entre les cours boursiers ↘ et le prix des obligations d'état ↗ devient très <0
 - La corrélation entre les cours boursiers ↘ et la volatilité des cours boursiers ↗ devient très <0
- *Portefeuille robuste aux crises doit combiner des actions, des obligations d'état et éventuellement des contrats à terme sur la volatilité des actions (futures sur un indice investissable de volatilité VIX)*

La gouvernance des investisseurs à long terme

- Etre entièrement maître de son allocation stratégique:
 - *se doter de l'expertise en interne pour élaborer l'allocation stratégique entre les grandes classes d'actifs: ne jamais investir dans des actifs dont on ne comprend pas le risque*
 - *dépasser la dichotomie stratégique/tactique par une allocation stratégique flexible dans le temps: examen annuel conduisant à d'éventuels infléchissements, révision en profondeur de l'allocation tous les trois ans, scénarios sur un horizon à moyen terme (5 à 10 ans) glissant*
 - *le market timing à court terme pour des gains en capital illusoires est à éviter: si l'allocation stratégique est suffisamment souple pour capter les variations durables des prix d'actifs, les anomalies des marchés (bulles, volatilités amplifiées, distorsions de prix entre classes d'actifs) peuvent être traitées par un comportement *contrarian* rebalançant le portefeuille sur l'allocation stratégique*
- Mandats de délégation:
 - *ne recourir qu'à des mandats spécialisés dans des poches d'actifs spécifiques*
 - *ne contracter avec les hedge funds (risques cachés et commissions exorbitantes) qu'avec la plus extrême prudence, voire prohiber entièrement cette classe d'actifs alternatifs*

La nature des risques dans le cycle de vie

- *Les risques encourus par les ménages se déroulent dans le cycle de vie: pour gérer un plan de retraite, il faut anticiper les rendements et évaluer les risques des éléments de la richesse des ménages qui en sont extérieurs.*
- *L'actif le plus important est le capital humain qui subit des chocs persistants: interruptions de carrière, fluctuations des revenus individuels sans retour vers la moyenne*
- *Limites sévères des capacités des ménages de faire une allocation efficace de leur richesse financière:*
 - impossibilité de comprendre, d'évaluer et de gérer individuellement des risques extra financiers dans la longue durée
 - la plupart des ménages n'ont pas une richesse individuelle suffisante pour faire une allocation de capital efficace dans le long terme
- *Incomplétude radicale des marchés face au risque intergénérationnel car impossible que les ménages émettent des obligations longues sur leur personne:*
 - la personne humaine est inaliénable
 - l'incertitude de la vie humaine rend la transaction marchande impossible

La gestion actif passif

- *Organisation cœur/satellites:*
 - le passif d'un investisseur LT est son benchmark
 - l'actif doit être géré de manière à couvrir les risques extra financiers du passif
 - le rendement doit être recherché sur le surplus
- *Mutualiser les risques intergénérationnels en fournissant des protections collectives aux individus*
- *Source de risque extra financier: la variation du revenu salarial au cours de la vie active:*
 - si les revenus du travail sont prévisibles, renforcer le poids des actifs risqués dans le plan de retraite
 - s'ils sont incertains et corrélés avec les rendements des actions, la structure de portefeuille doit être biaisée en faveur des actifs sans risque
- *source de risque extra financier: influence de l'âge sur la richesse humaine qui ↑ puis ↓ au cours du cycle de vie:*
 - les plans de retraite des jeunes adultes doivent investir fortement en actions
 - les plans des individus dans les classes d'âge à forte épargne doivent être diversifiés en contre point de leur patrimoine financier individuel