

**Investisseurs à long terme:
stratégies, impacts sur les marchés,
réponses à la crises financière**

Michel Aglietta

Université Paris Ouest, Cepii et
Groupama-AM

Investisseurs à long terme

- Qui sont les investisseurs à long terme ?
- Fondements de l'allocation stratégique dans les marchés financiers
- Principes de l'allocation stratégique et impact économique
- Investisseurs à long terme, crise et sortie de crise

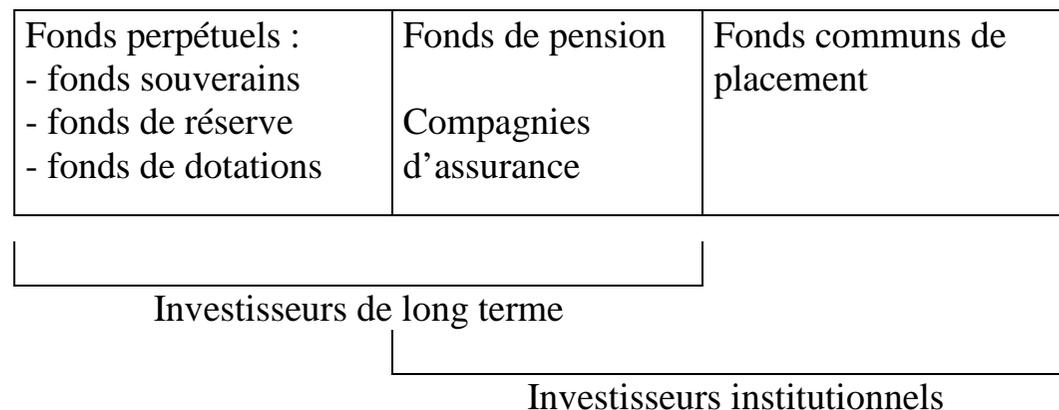
Qui sont les investisseurs à long terme ?

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 ou avec des objectifs macroéconomiques*
- 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 long terme et investisseurs institutionnels

- **Les fonds souverains** sont des fonds perpétuels : investisseurs financiers publics gérant une épargne collective (pas d'engagement contractuel vis-à-vis d'agents économiques privés).
- **Les fonds de réserve** sont des fonds de lissage de l'impact de la montée des taux de dépendance. Ils n'ont pas de passif bien défini
- **Les investisseurs institutionnels** ont des engagements de passif liés au cycle de vie des individus ; tous ne sont pas des investisseurs de LT par statut ni par comportement



Le poids financier des investisseurs à LT :

Actifs sous gestion des investisseurs institutionnels et des investisseurs de long terme en 2006 (milliards de dollars)

Investisseurs institutionnels sans engagement de passif	Investisseurs de LT		Actifs sous gestion en milliards de \$
	Investisseurs institutionnels avec engagement de passif contractuel	Investisseurs sans engagement de passif contractuel	
Fonds communs de placement			19 300
Fonds de pension à Cotisations définies			10 800
	Fonds de pension à Prestations définies		10 800
	Compagnies d'assurance		18 500
		Fonds souverains & Fonds de réserves publics	2 500
		Fonds de dotations universitaires	300
Total : 30 100	Total : 29 300	Total : 2 800	Total : 62 200
	Total Inv. de LT :	32 100	

Source : Morgan Stanley, FMI, Mac Kinsey (2007)*.

Fondements de l'allocation stratégique dans les marchés financiers

Mise en évidence de cycles boursiers longs

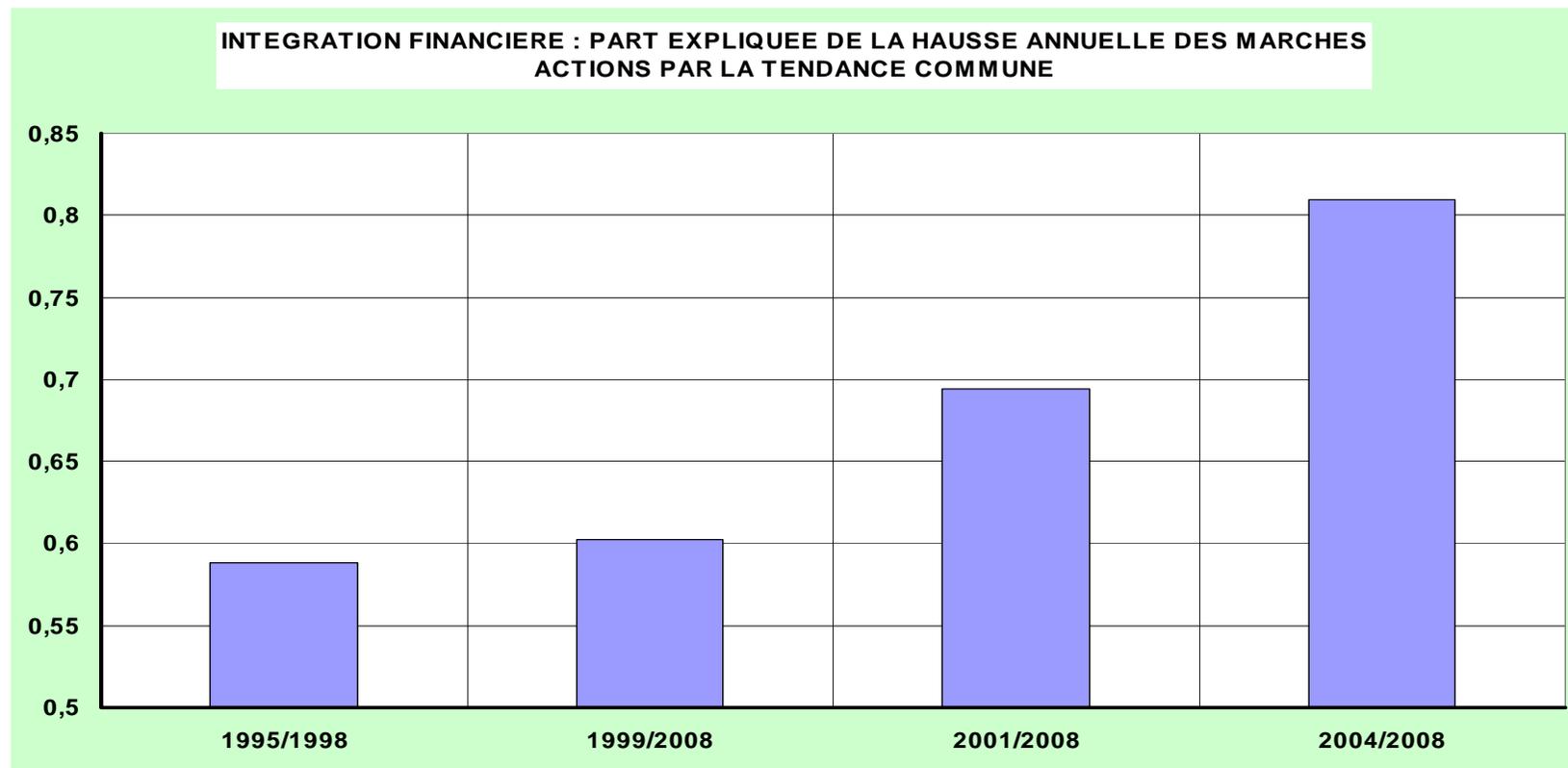
- On observe sur le marché boursier américain des cycles longs dont les phases haussières puis baissières sont de 10 à 20 ans
- **Effets de retour vers la moyenne** sur des horizons similaires

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 %

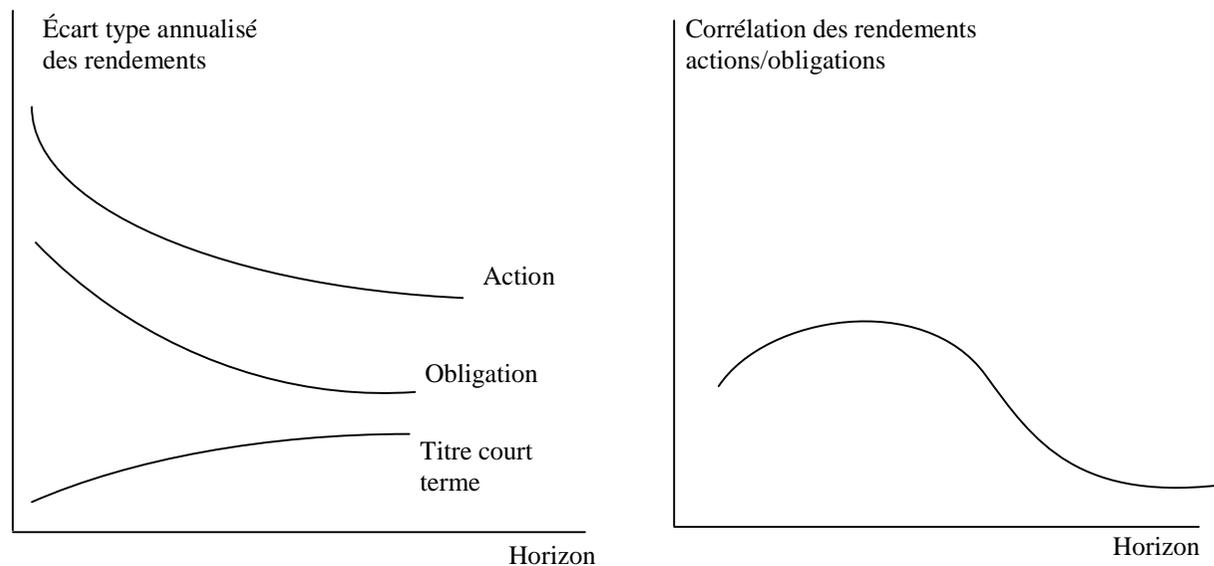
La progression de la globalisation financière mondialise la dynamique du marché américain

- Corrélations accrues entre les marchés boursiers résultent à la fois :
 - des interdépendances réelles dans les facteurs de la croissance
 - des interdépendances financières dans les flux de capitaux



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 stratégique

La nature des risques dans le cycle de vie et la nécessité de les mutualiser

- *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 le capital humain est non négociable: 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

Impact économique

- **Abaisser le coût du capital et équilibrer l'allocation des ressources :**
 - Par la diversification inter temporelle
 - Par la diversification dans les actifs alternatifs: immobiliers, matières premières, infrastructures, innovation
- **Améliorer les performances des entreprises :**
 - Par une gouvernance active pour créer des contre pouvoirs
 - En faisant prévaloir des objectifs raisonnables de rentabilité
- **Agir positivement sur les enjeux sociétaux :**
 - Par une meilleure allocation intergénérationnelle de l'épargne prenant en compte les risques extra financiers
 - Par la promotion de l'ISR

Investisseurs à long terme, crise et sortie de crise

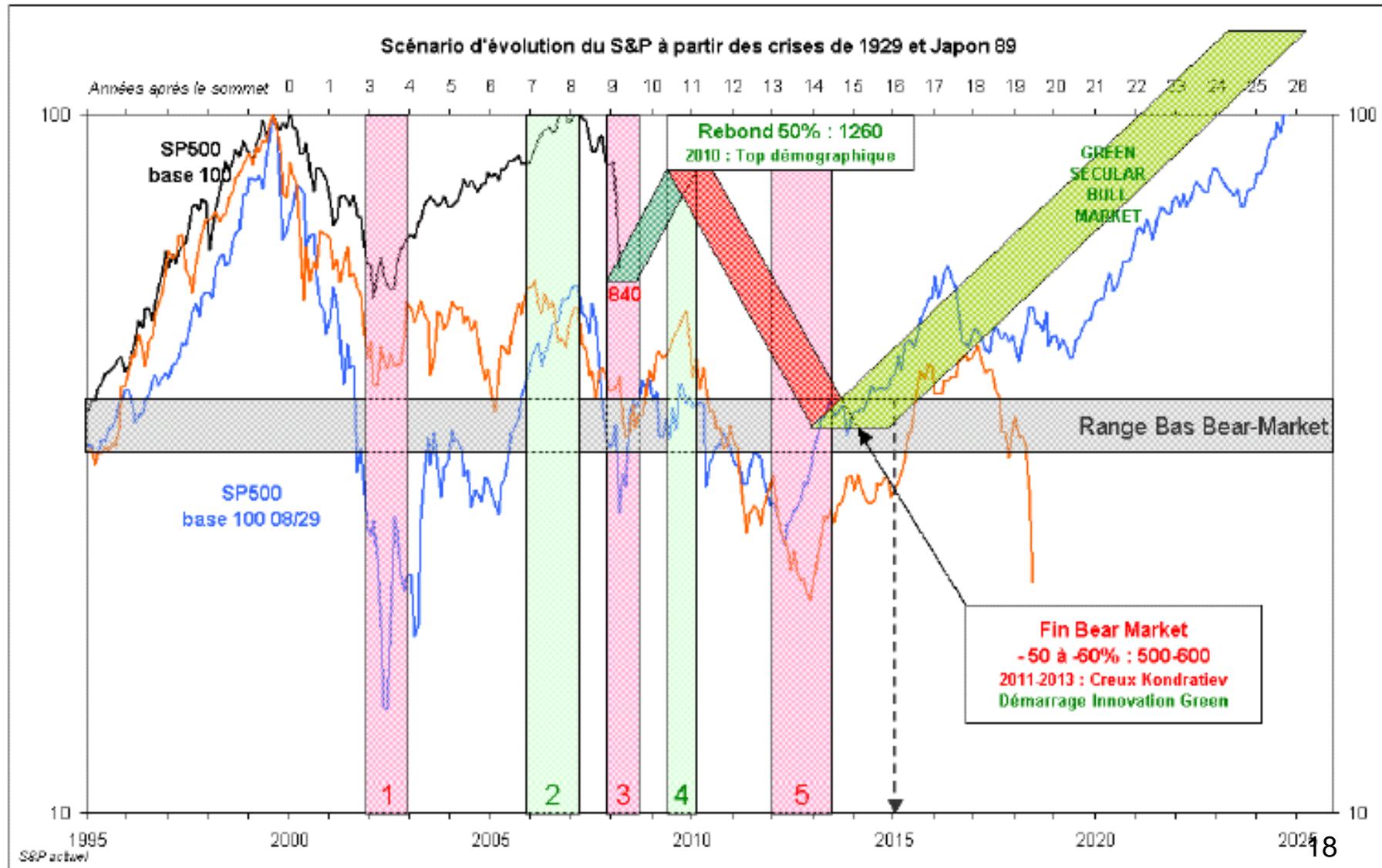
Construire un portefeuille robuste aux crises

- 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 cours boursiers ↘ et volatilité des cours boursier ↗ devient <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)*

Des facteurs de reprise boursière?

- **Les valorisations sont relativement basses sans indiquer que le creux de long terme est atteint :**
 - Le rendement des dividendes est d'environ 3%, mais il était de 8,7% en 1950
 - Le ratio *market equity/ net worth* est redevenu proche de 1, mais il peut descendre bien plus bas
 - Pour un rendement des dividendes de 3% et l'hypothèse d'une croissance nominale du PIB de 5%, la prime de risque action est de 5,3% si le taux obligataire 10 ans reste à 2,7%. Elle est > niveau de LT (4%)
- Comme l'inflation va rester basse dans les prochaines années, on est toujours dans les conditions du cycle réel où les cours boursiers sont corrélés avec la croissance réelle
- Ces indications signifient que la zone de valorisation actuelle permet à des investisseurs de long terme de commencer à faire jouer l'effet de retour vers la moyenne, *dès lors qu'il n'ont pas de contrainte de liquidité qui les obligerait à vendre des actions dans les prochaines années.*

Prospective de LT des cours boursiers : le nouveau cycle haussier lié au développement durable débutant vers 2013-15



Conclusion : les règles d 'or de l 'investissement à long terme

- Diversifier largement entre les classes d 'actifs définies sur des critères macroéconomiques
- Faire jouer les effets de retour vers la moyenne compatibles avec l 'horizon d 'investissement (allocation flexible dans le temps)
- Prendre le passif pour *benchmark*
- Se doter de l 'expertise nécessaire pour déterminer l 'allocation entre grandes classes d 'actifs en interne. Ne déléguer que des poches satellites spécialisées
- Faire le contrôle de risque en interne pour contrôler étroitement les délégués