

# CONINCO MASTER CLASS

Novembre 2010

Investissements horizon 10 ans,  
quelles opportunités économiques ?

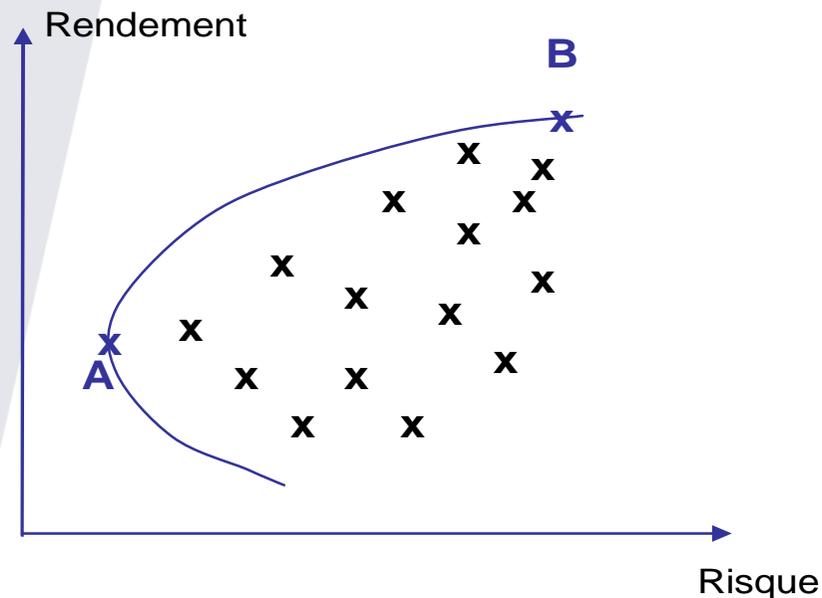
Edouard Crestin-Billet  
Responsable Gestion Institutionnelle



- I. Introduction
- II. Fondement économique de la gestion de portefeuille
- III. Valeur économique d'un investissement
- IV. Investissements créateurs de valeur à un horizon 10 ans
- V. Conclusions

### 1. Théorie moderne du portefeuille

- “ La théorie moderne du portefeuille a été élaborée par 2 lauréats du prix Nobel d'économie 1990, Harry Markowitz et William Sharpe.
- “ Un portefeuille est considéré comme optimal lorsqu'il offre le rendement plus élevé pour un risque donné.
- “ L'ensemble des portefeuilles offrant pour un rendement donné le risque le plus faible forme la frontière efficiente.

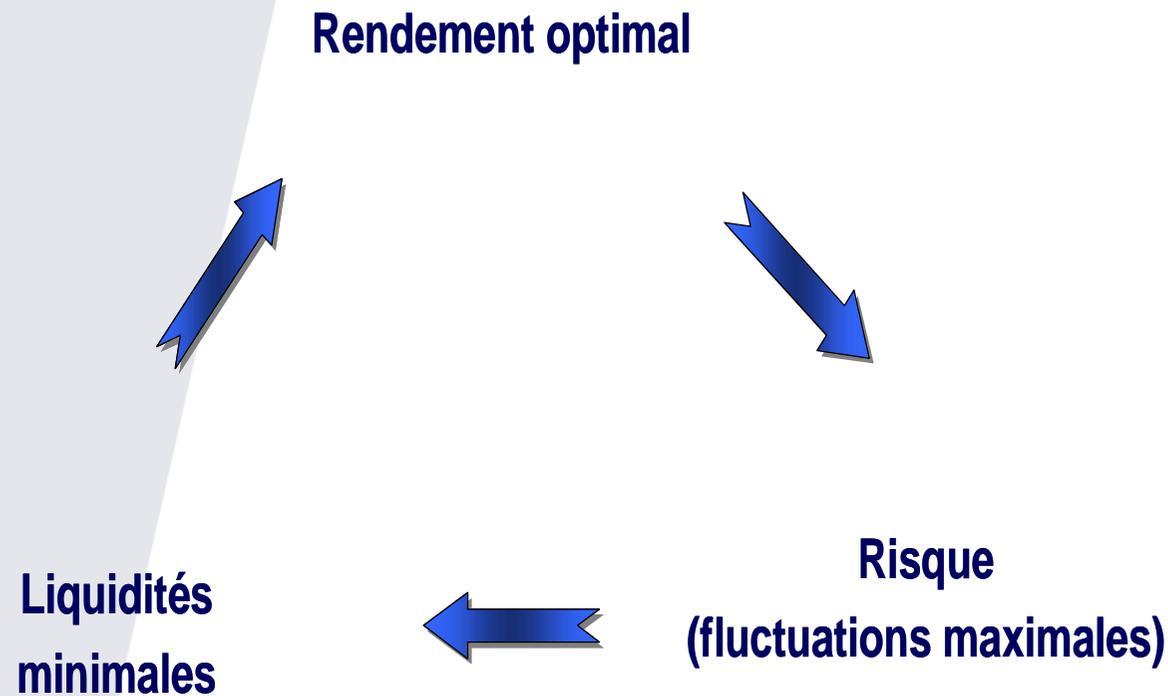


### 2. *Optimum économique pour des actifs d'une caisse de pension*

- “ Une institution de prévoyance alloue de façon optimale le capital qui lui est confié en obtenant le rendement maximal en regard du niveau de risque défini par l'ensemble de ses engagements.
- “ Le risque d'une caisse dépend de son degré de couverture, de la structure actifs / rentiers et des perspectives à long terme du secteur d'activité et de l'entreprise.
- “ Son rendement devra en conséquence couvrir le coût moyen du passif à savoir le taux global crédité sur l'épargne des assurés et le taux technique appliqué les capitaux de prévoyance des rentiers en intégrant les réserves excédentaires déduites des prestations complémentaires actuelles et futures.
- “ Le profil d'investissement pour une caisse de pension sera en conséquence défini par une analyse de congruence entre les actifs et les passifs.

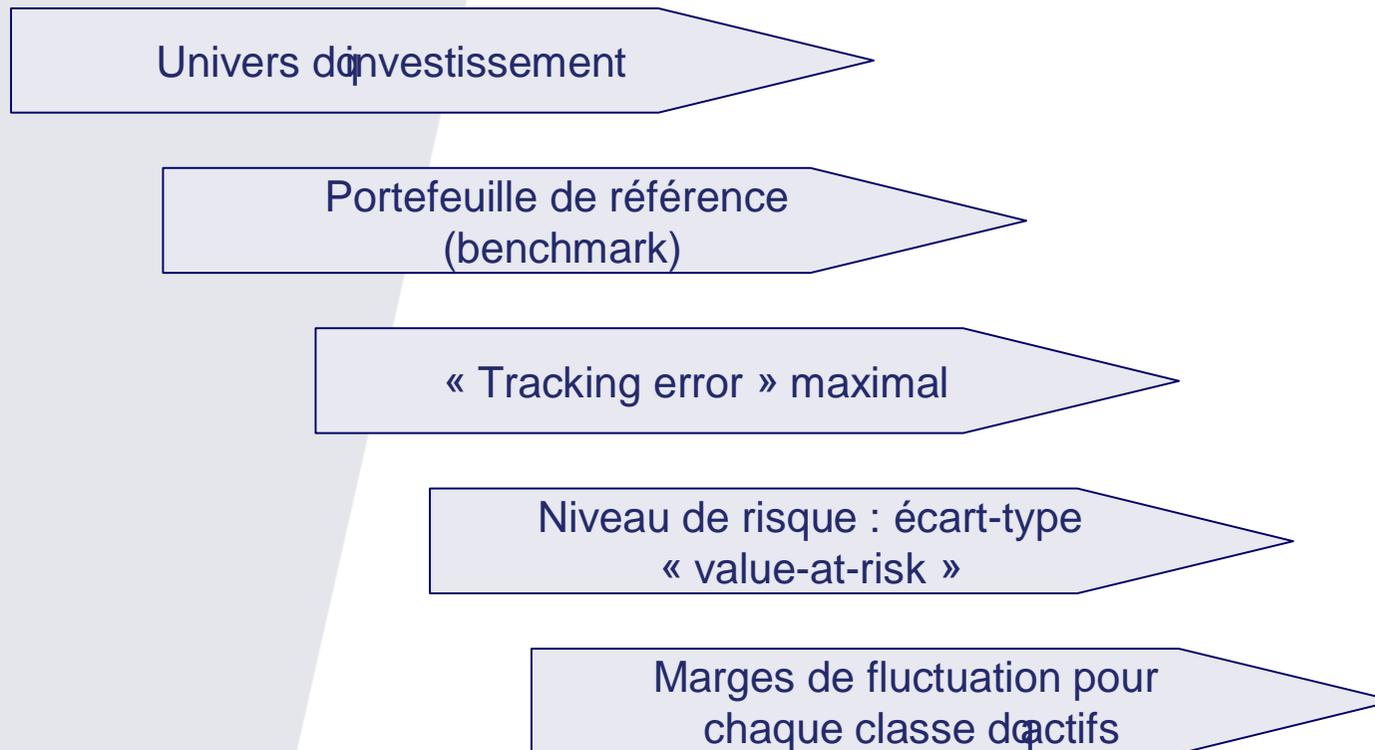
### 2. *Optimum économique pour des actifs d'une caisse de pension*

- “ Cette analyse permettra en fonction des rendements et des risques attendus à long terme de déterminer l'allocation stratégique optimale.



### 2. *Optimum économique pour des actifs d'une caisse de pension*

- “ L'allocation stratégique définit l'univers d'investissement, la pondération à long terme des classes d'actifs retenues (benchmark composite) et les marges de fluctuations autorisées pour l'allocation tactique.



## II. FONDEMENT ÉCONOMIQUE DE LA GESTION DE PORTEFEUILLE

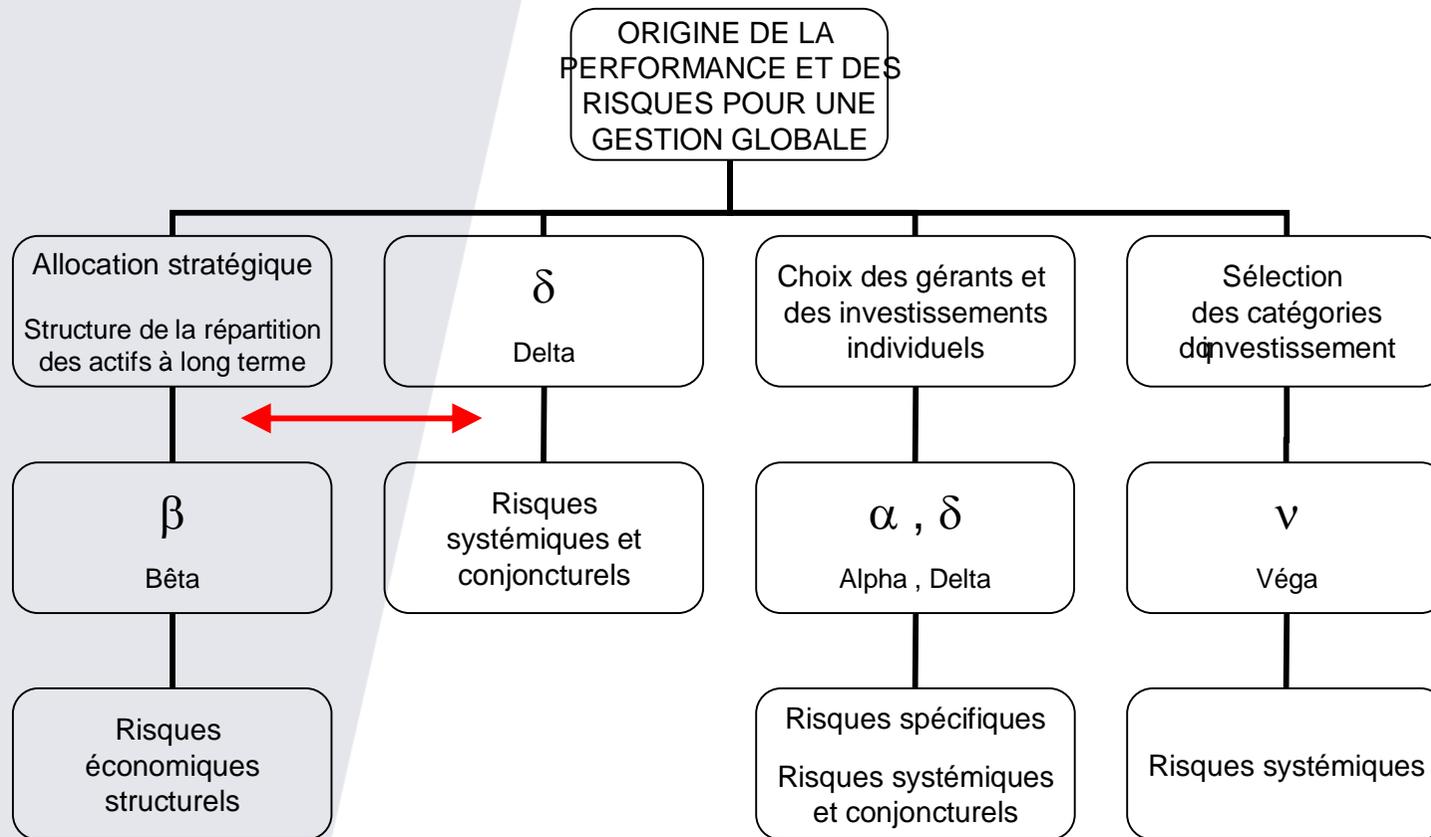
### 2. Optimum économique pour des actifs d'une caisse de pension

- “ La gestion des actifs pour une caisse de pension dépend en conséquence de *l'allocation stratégique et tactique*.
- “ *L'allocation tactique* résulte de la pondération relative des marchés par rapport à son homologue stratégique (market timing) et dépend de la sélection des investissements (investment selection).

#### Pondérations tactiques actives

|                                 | Allocation stratégique | Allocation tactique | Pondération active |
|---------------------------------|------------------------|---------------------|--------------------|
| Liquidités et court terme       | 10.0%                  | 18.0%               | 8%                 |
| Obligations CHF                 | 50.0%                  | 42.5%               | -8%                |
| Obligations monnaies étrangères | 20.0%                  | 17.5%               | -3%                |
| Total Obligations               | 70.0%                  | 60.0%               | -10%               |
| Actions suisses                 | 10.0%                  | 11.5%               | 2%                 |
| Actions étrangères              | 10.0%                  | 10.5%               | 0%                 |
| Total Actions                   | 40.0%                  | 22.0%               | -18%               |
| <b>Alllocations monétaires</b>  |                        |                     |                    |
| CHF                             | 70.0%                  | 73.0%               | 3.0%               |
| EUR                             | 12.0%                  | 10.5%               | -1.5%              |
| USD                             | 11.0%                  | 9.5%                | -1.5%              |
| Autres                          | 7.0%                   | 7.0%                | 0.0%               |

### 2. Optimum économique pour des actifs d'une caisse de pension

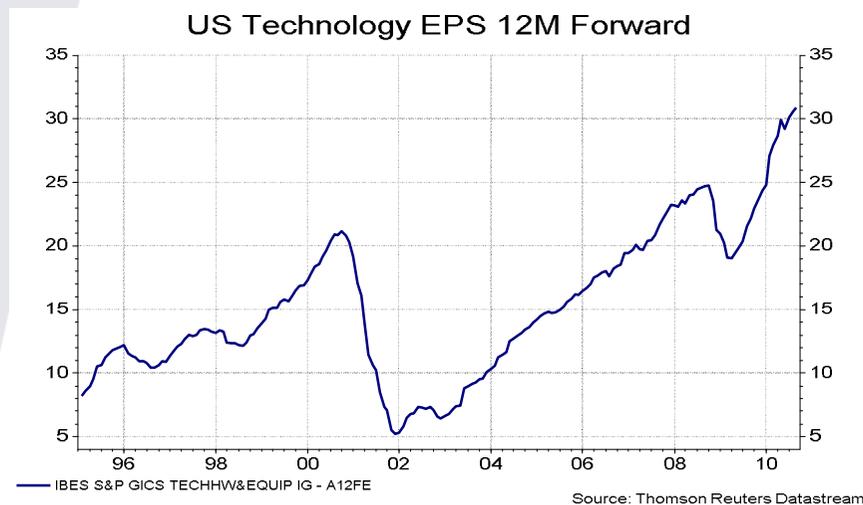


“ Une institution assurera un rendement social maximal en allouant de façon optimale le pargne qui lui est confiée

## II. FONDEMENT ÉCONOMIQUE DE LA GESTION DE — PORTEFEUILLE

### 3. La spéculation

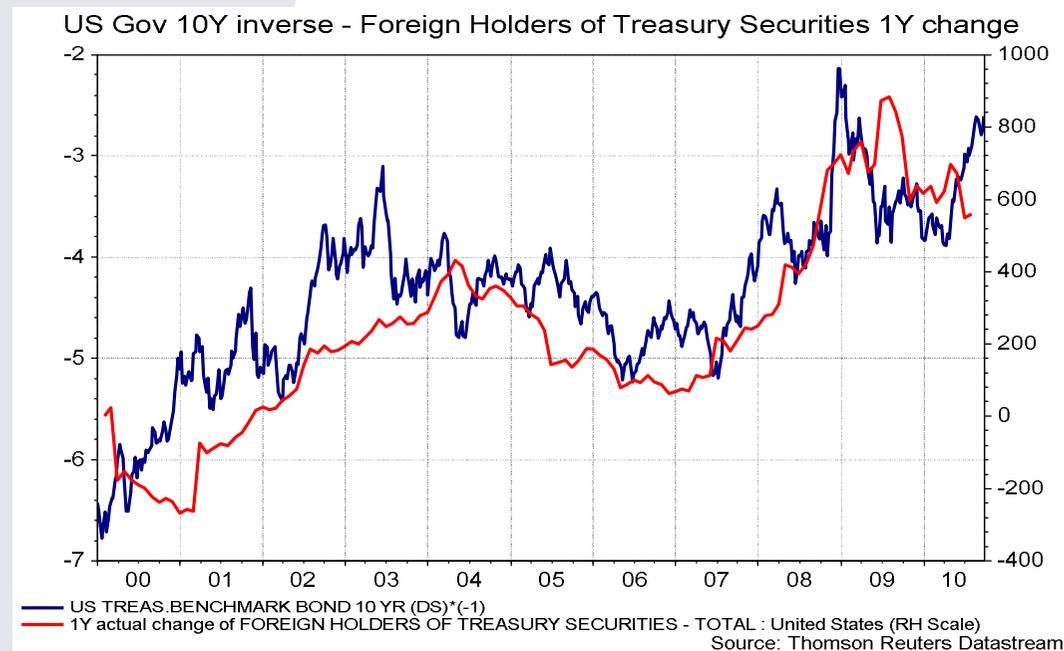
- “ La spéculation est l'antithèse de l'optimalité et la cause première de l'inefficience des marchés.
- “ Son origine : choix volontaire ou le plus souvent inconscient d'investissements dont les risques sous-jacents ont été sous-estimés par rapport au profil désiré (sous-estimation des effets de levier : gestion alternative, valeurs bancaires).
- “ Sur le plan macro-économique, la sous-optimalité peut provenir de trois raisons principales :
  1. Une information incomplète ou erronée, telle que la publication de bénéfices surestimés, un dysfonctionnement du marché lié à l'absence de liquidité.



## II. FONDEMENT ÉCONOMIQUE DE LA GESTION DE — PORTEFEUILLE

### 3. La spéculation

2. Des positions dominantes, notamment celles détenues par les banques centrales



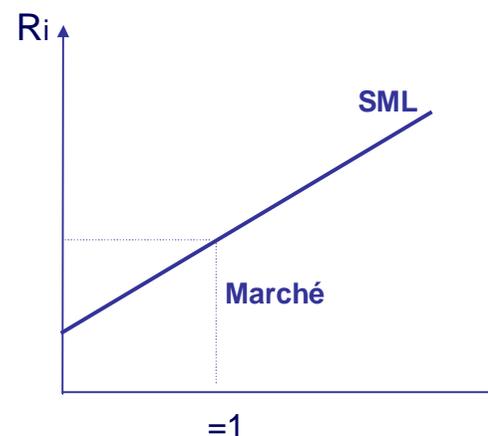
3. Un déséquilibre du niveau général des prix en période de déflation ou d'inflation.

- “ Le premier modèle d'évaluation des actifs financiers, le MEDAF (CAPM) a été développé par Sharpe, Lintner et Mossin en 1964.
- “ La rentabilité espérée d'un titre (R) ou d'un portefeuille particulier est composée du taux hors risque et de la prime de risque qui lui est associée :

$$R_i = R_f + (R_M - R_f) \beta_i$$

$R_f$  = taux hors risque (risk free)  
 $R_M$  = risque du marché  
 $R_M - R_f$  = prime de risque

SML : Security Market Line (SLM)



- “ La rentabilité espérée sur chaque action ou portefeuille est proportionnelle à son bêta
- “ Selon le MEDAF, le risque d'une action ou d'un ensemble d'actifs se décompose en risque systématique et spécifique. Le premier mesure la sensibilité au marché, le second intègre les mouvements propres à une seule valeur ou à un portefeuille particulier

$$R - r_f = r_f + (R_M - r_f) + \varepsilon$$

- “ En raison des hypothèses contraignantes du MEDAF, les modèles à facteurs multiples ont été développés (APT : Ross & Roll) :

$$R = \alpha + B_M R_M + B_R R_R + B_S R_S + B_I R_I$$

B<sub>M</sub> = risque de marché

R<sub>M</sub> = rendement du marché

B<sub>R</sub> = risque de région

R<sub>R</sub> = rendement de la région

B<sub>S</sub> = risque du secteur

R<sub>S</sub> = rendement du secteur

B<sub>I</sub> = risque de l'industrie

R<sub>I</sub> = rendement de l'industrie

Alpha : rendement ou risque spécifique

- “ Le rendement d'une obligation est fonction des facteurs suivants :
1. Taux d'intérêt hors risque
  2. Duration
  3. Risque de défaut
  4. Taux de change
  5. Liquidité

#### Quelques réflexions

- “ Selon le MEDAF et les modèles à facteurs multiples, *la valeur économique d'un investissement dépend donc des sources de rendement et de risque sous-jacentes et de sa corrélation avec les autres marchés.*
- “ *Moins un investissement est corrélé au marché, plus sa valeur économique est élevée, à savoir plus son alpha et son risque spécifique sont importants.*
- “ *Lorsqu'un investissement se apprécie de façon disproportionnée aux variations de ses facteurs de rendement, il est surévalué et devient un placement spéculatif.*
- “ *Les sources de spéculation peuvent aussi provenir de la dépendance d'un actif à un nombre insuffisant de facteurs qui peuvent se révéler de surcroît volatils ou inadaptés à l'horizon d'investissement.*

- “ *Quels sont les classes d'actifs les plus créatrices d'alpha ?*
  - ✓ Les placements privés : «Private Equity », l'immobilier indirect (rendements idiosyncratiques élevés)
  
- “ *Quels sont les investissements économiquement les moins rentables ?*
  - ✓ Les matières premières : risque de marché important et volatilité rendue élevée par l'inélasticité de l'offre
  
- “ *La gestion alternative crée-t-elle de la valeur économique ?*
  - ✓ Les hedge funds ne sont pas sous-tendus par leurs propres sources de performances
  - ✓ Leurs spécificités sont l'intégration sous un même toit des types de placement et des styles de gestion particuliers permettant d'offrir sous certaines conditions des profils de rendements asymétriques et moins corrélés aux marchés
  - ✓ Leur manque de transparence tend à sous-estimer certains facteurs, tels que le risque systémique et certains effets de levier

## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

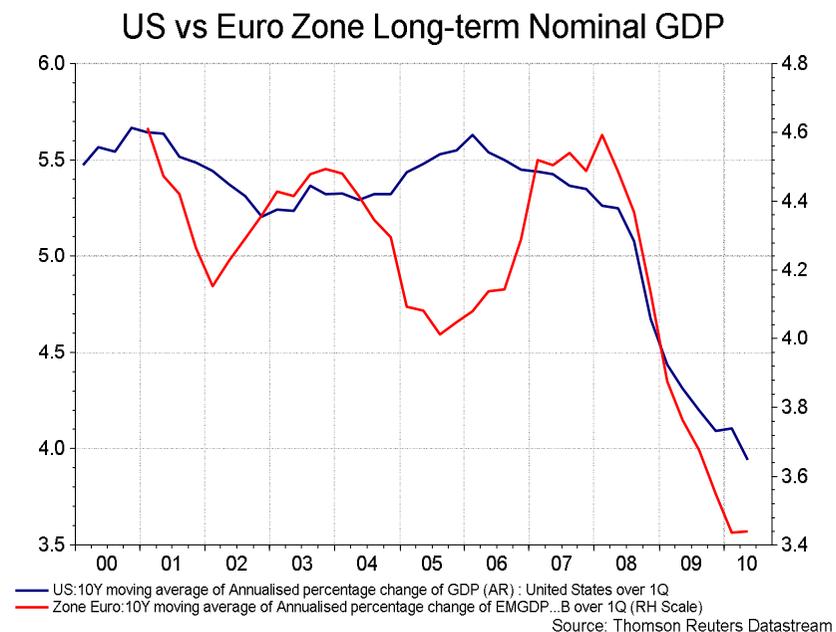
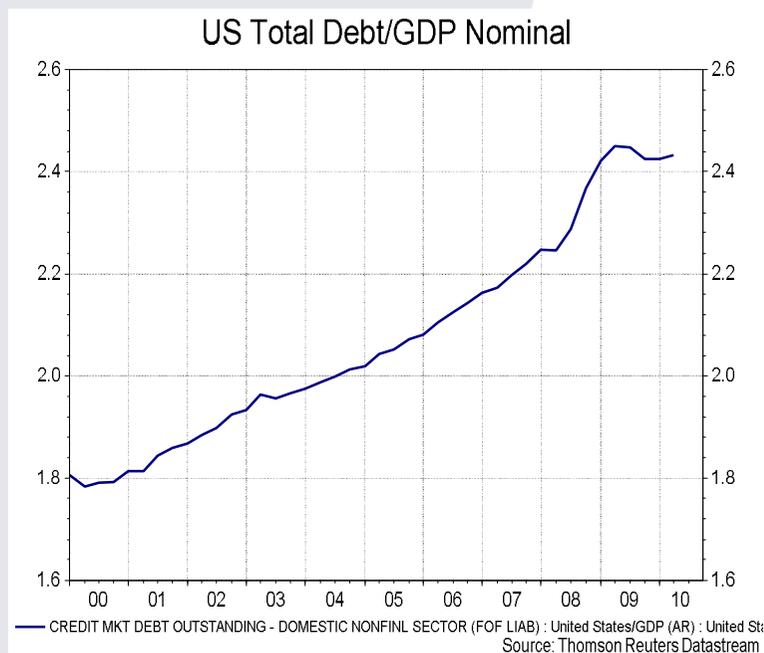
### “ Principes :

- Appréhender l'évolution structurelle des sources de rendement et de risque des investissements
- Développer les nouvelles méthodes d'analyse permettant d'améliorer l'analyse fondamentale et la valorisation des sociétés
- Evolution structurelle des sources de rendement et de risque dépendra des 4 types de tendances suivantes :
  - Tendances économiques
  - Tendances sociologiques
  - Tendances écologiques
  - Tendances politiques

## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

### 1. Tendances économiques

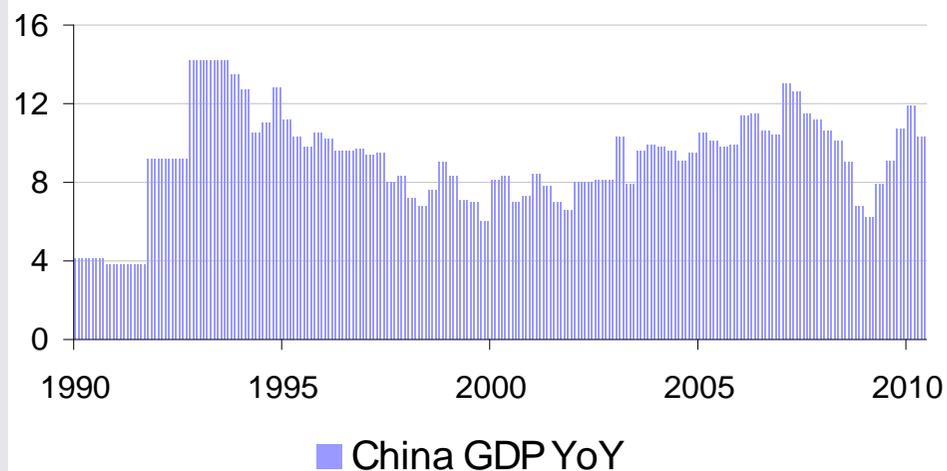
- *Un monde bipolaire : les pays développés et la zone émergente*
  - “ Les pays développés, structurellement déflationnistes, confrontés à un processus de désendettement et à des ressources productives excédentaires”



## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

### 1. Tendances économiques

- “ La zone émergente favorisée par une poursuite de son expansion :  
accroissement de la force de travail, hausse de la productivité, recul du taux  
d'épargne des ménages”

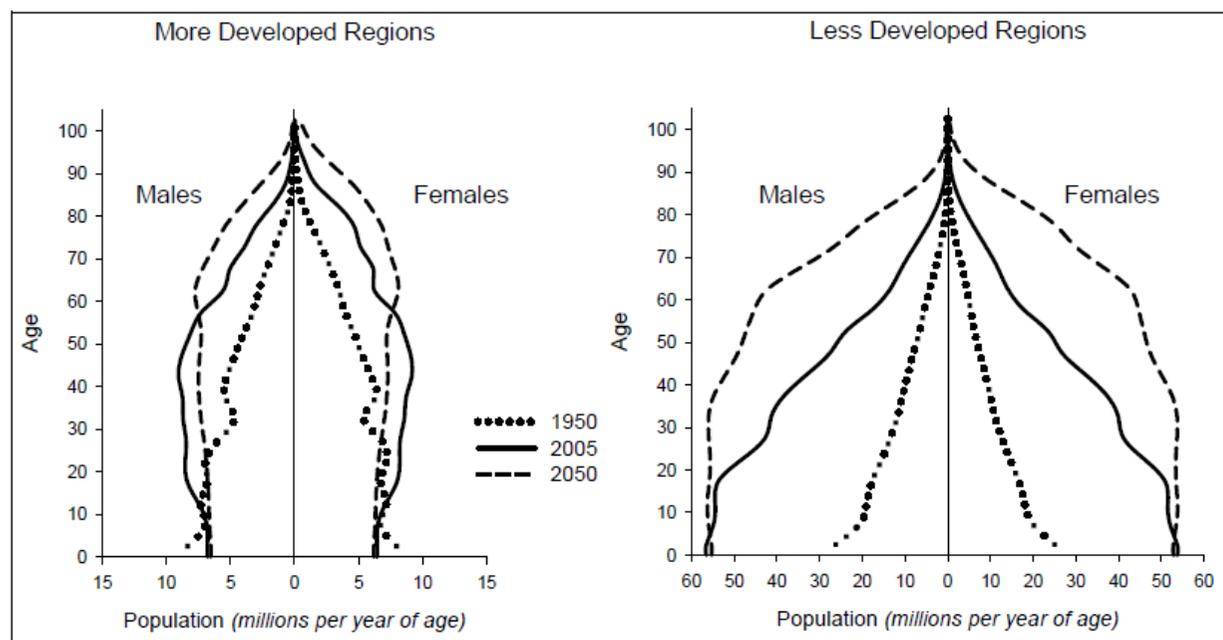


## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

### 2. Tendances sociologiques

- Le vieillissement de la population au Japon et en Europe, l'amélioration du niveau de vie dans les pays en voie de développement

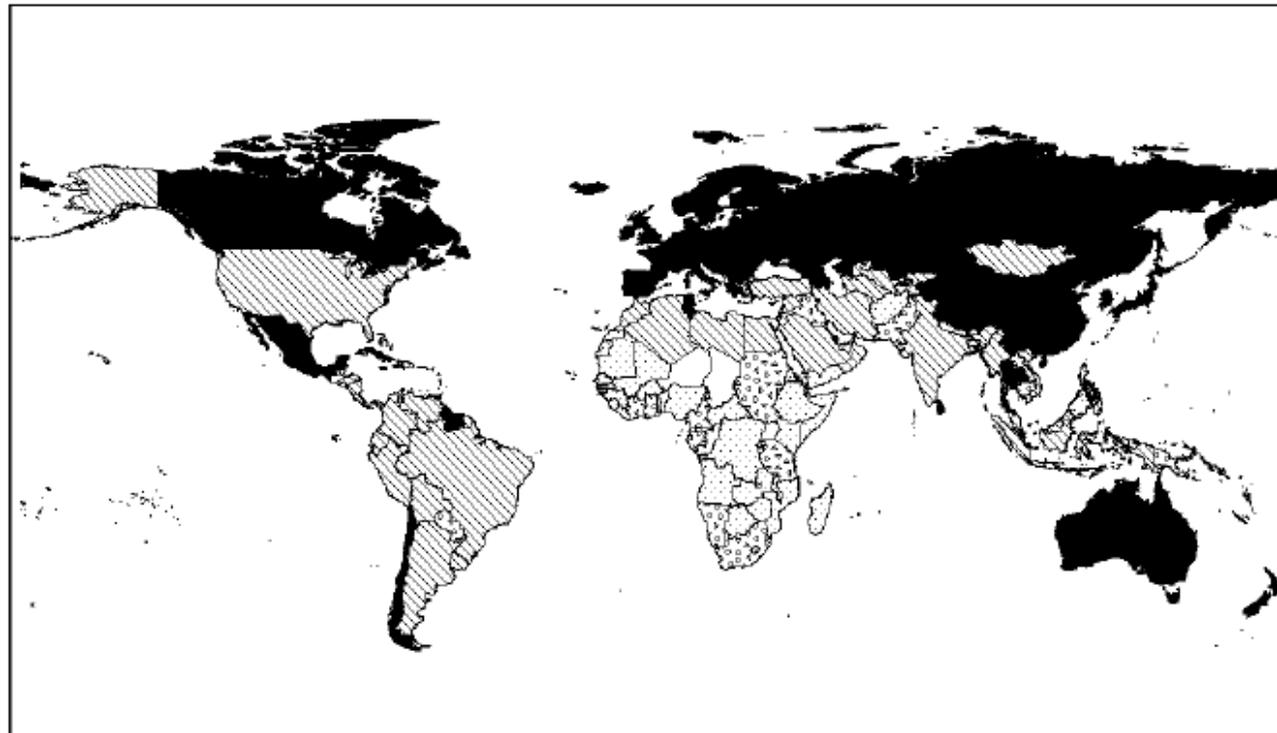
Figure 1. Age and sex distribution of the population, more developed and less developed regions, 1950, 2005 and 2050



Source: *World Population Prospects: The 2004 Revision, Datasets in Excel and PDF Formats, Extended Dataset*, United Nations, 2005.

## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

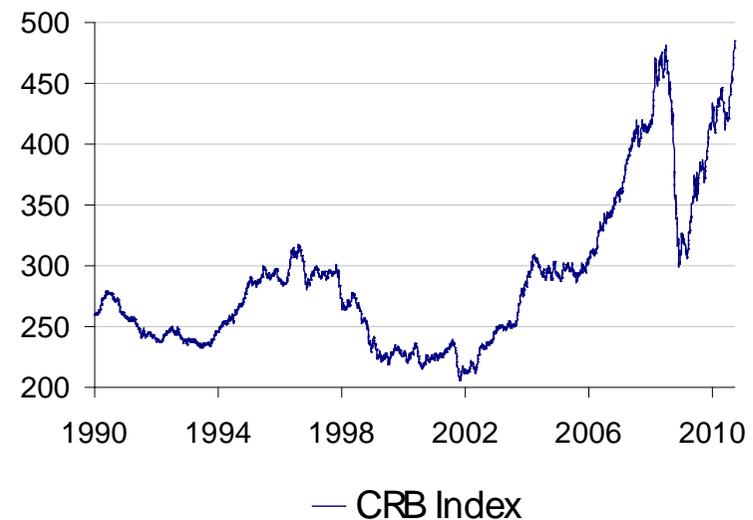
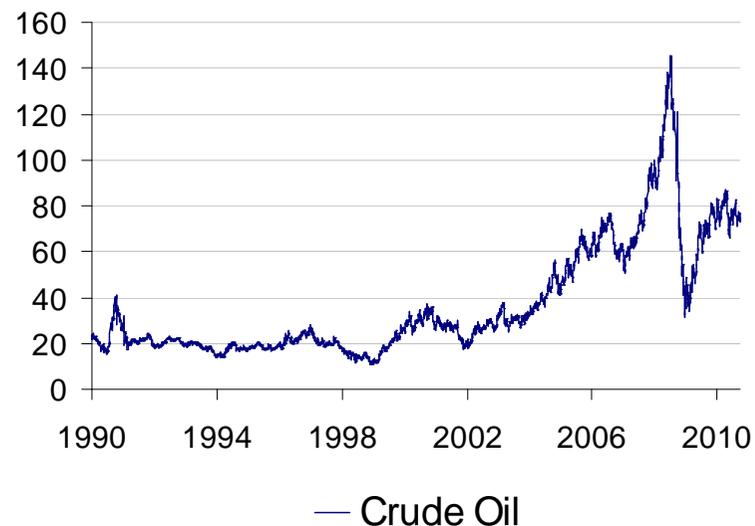
Figure 6. Median age by country according to the medium variant, 2050



## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

### 3. Tendances écologiques

- La raréfaction d'un nombre accru de ressources naturelles (pétrole, eau) et une protection accrue de l'environnement engendreront
  - une réduction marginale de la consommation énergétique
  - une utilisation accrue des énergies de substitution
  - une réduction des émissions de carbone à travers l'utilisation de nouveaux modes de production et de transports (électriques)



## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

### 4. Tendances politiques

➤ *Changement du rôle de l'État :*

- A. Réduction du rôle de redistributeur en raison du processus de désendettement du secteur public : diminution de l'assistance publique au profit des assurances privées et des fondations
- B. Augmentation du rôle de régulateur à travers une intensification des réglementations (encadrement des marchés, incorporation des exigences environnementales)

| Gov. Gross Debt<br>as % of GDP | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| US                             | 70   | 85   | 94   | 98   | 101  | 104  | 108  |
| Japan                          | 197  | 219  | 227  | 232  | 237  | 242  | 246  |
| Germany                        | 67   | 79   | 85   | 88   | 90   | 90   | 89   |
| UK                             | 52   | 69   | 82   | 89   | 94   | 97   | 98   |
| France                         | 67   | 77   | 83   | 87   | 90   | 92   | 93   |

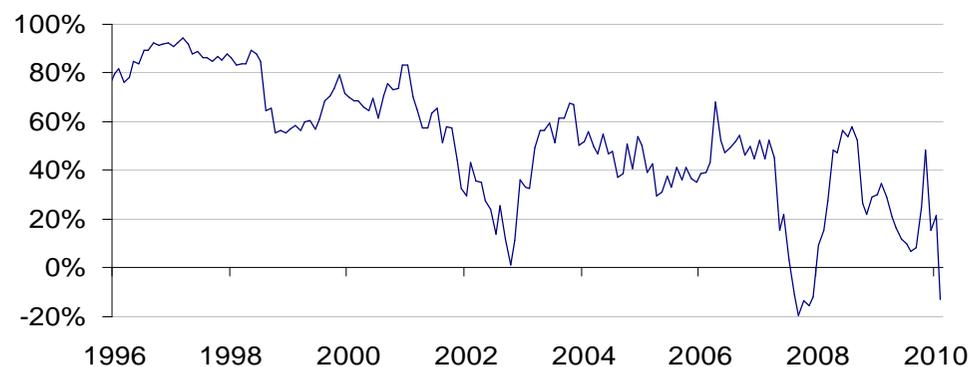
## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

- “ Opportunités en terme de classes d'actifs
  - *Obligations en CHF* : rendements faibles, mais protection contre les variations conjoncturelles et le risque systémique
  - *Obligations en monnaies étrangères* : emprunts émergents en monnaie locale, diversification sur la dette privée avec une couverture contre les risques de changes



## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

- “ Opportunités en terme de classes d'actifs
  - *Actions* : continueront d'offrir une performance supérieure aux actifs à revenus fixes, mais seront dotées d'un potentiel d'appréciation plus limité en raison de la compression des multiples engendrés par le maintien d'un risque systémique historiquement élevé et une expansion des bénéfices modérée par une croissance économique plus faible
  - *La corrélation entre les actions et les obligations* restera faible dans les pays développés en raison de l'absence de pressions inflationnistes, alors qu'elle demeurera élevée sur la zone émergente

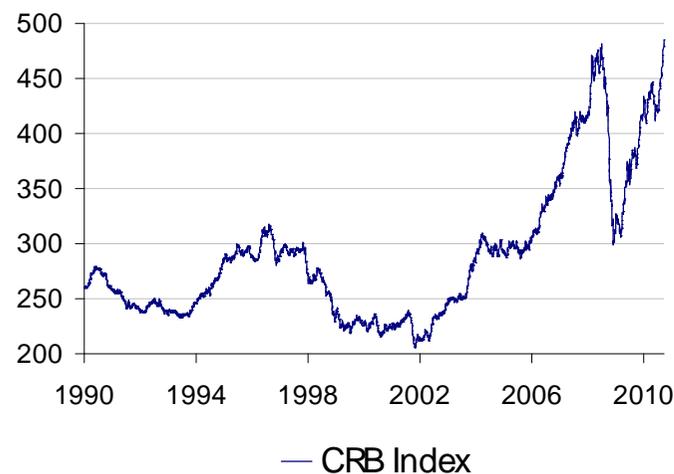
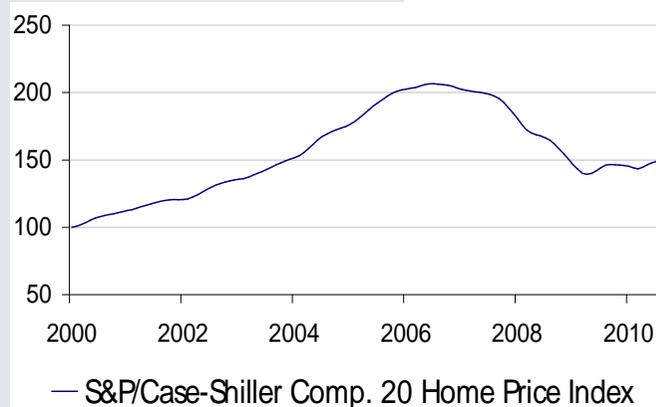


— Corrélation entre actions et obligations étrangères glissement sur 12 mois

## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

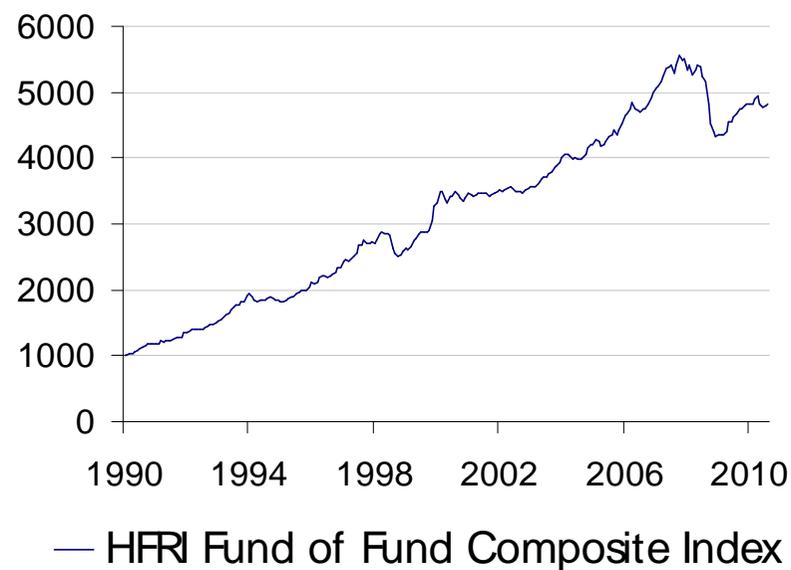
### Opportunités en terme de classes d'actifs

- *Immobilier suisse* : accroissement des risques de surévaluation (résidentiel plus particulièrement) en raison du niveau très bas des taux d'intérêt et des flux migratoires
- *Immobilier étranger* : valorisation plus attrayante, offre sélectivement des opportunités
- *Matières premières* : sous l'effet d'une utilisation graduellement moins intensive des ressources naturelles, croissance de la demande économique plus limitée, alors que la demande spéculative sera modérée par la réduction de l'endettement dans les pays développés. Dans un contexte du maintien d'une volatilité élevée, valeur économique des matières premières sera amoindrie



## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

- “ Opportunités en terme de classes d'actifs
  - *Gestion alternative* : rendement potentiellement limité par la réglementation, mais rendue plus attrayante par les exigences de transparence
  - *Placements privés* : investissements continuant de bénéficier de rendements élevés



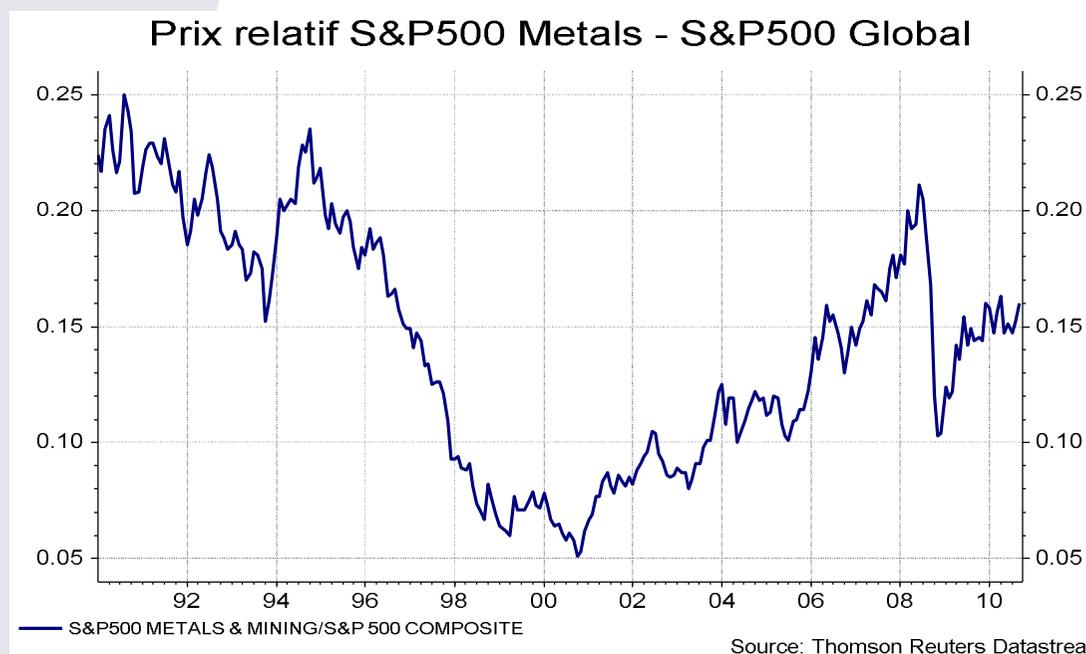
## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

- “ Opportunités en terme de allocation géographique
  - *Surperformance des actions émergentes* : forte expansion des bénéfiques et maintien d'un coût du capital modéré par une inflation contrôlée, risque réduit par une information accrue sur les sociétés.



## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

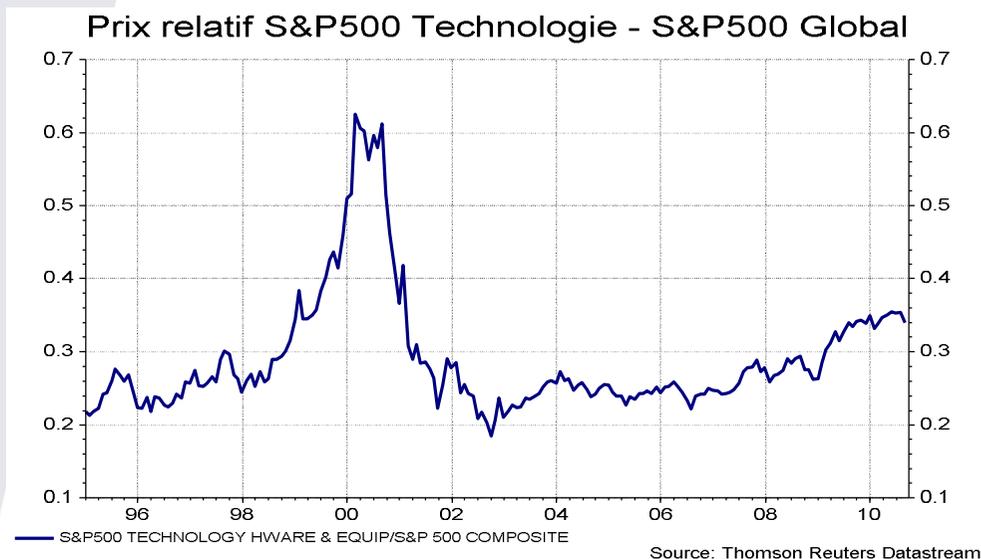
- “ Opportunités en terme sectoriel
  - *Matériaux de base* : secteur favorisé par la demande en provenance des pays émergents, mais soumis à des variations conjoncturelles importantes. Apparition de situations oligopolistiques induites par les mouvements de concentration. Après avoir sensiblement progressé au cours des dernières années, sa surperformance attendue sera plus modérée.



## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

### ” Opportunités en terme sectoriel

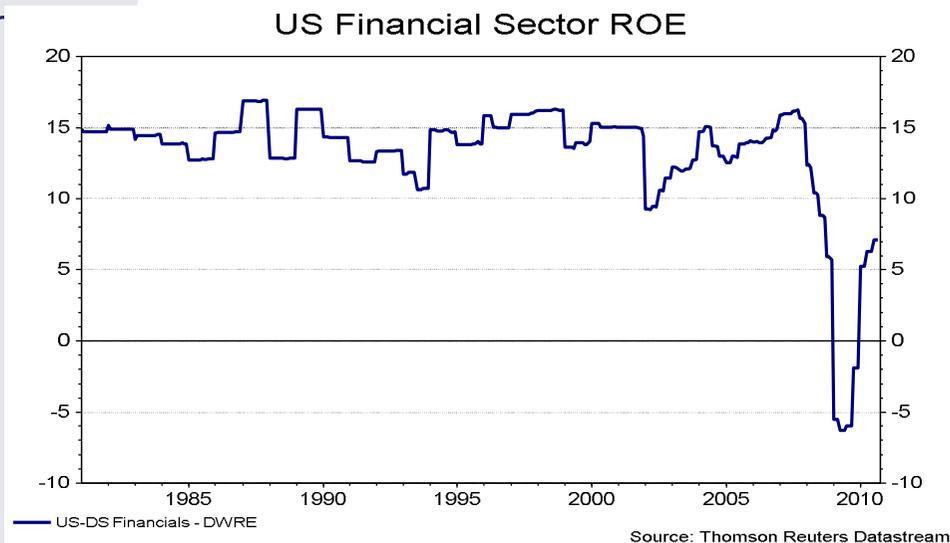
- *Consommation* : surpondérer les titres de consommation implantés sur la zone émergente et privilégier les valeurs favorisant une consommation plus locale et plus attentive à la qualité, aux problèmes nutritionnels dans les pays développés.
- *Technologie* : maintien d'une forte expansion, créateur d'alpha, désormais orientée vers la consommation (Apple). Surpondérer le secteur en favorisant les entreprises bénéficiant d'un marketing innovant.



## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

### ” Opportunités en terme sectoriel

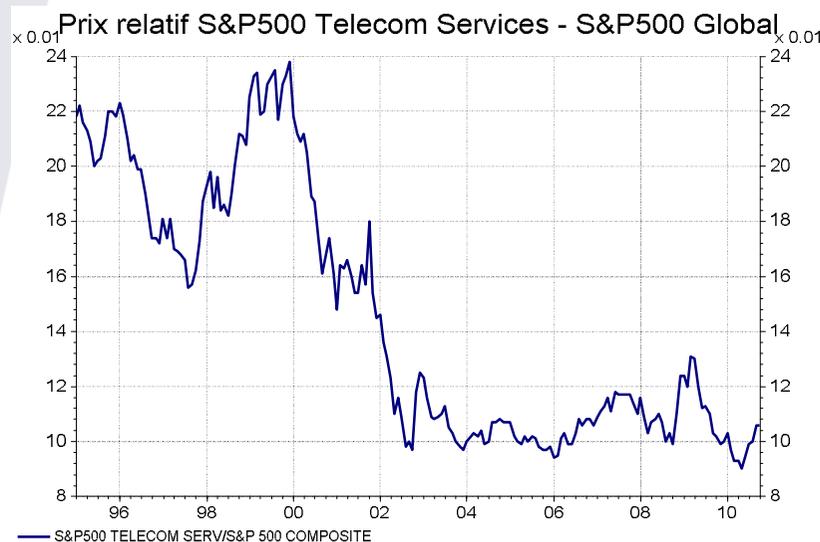
- *Santé* : compression des marges liée à un contrôle accru sur les prix. Privilégier les sociétés actives dans les génériques, la médecine préventive (fitness, cures thermales) et les EMS. Sous-pondération structurelle du secteur.
- *Financières* : réduction de la rentabilité du secteur bancaire induite par la diminution des marges sur les services financiers et la augmentation des exigences en matière de fonds propres. Au niveau des assurances, le secteur restera sous pression en raison du niveau très bas des taux d'intérêt, alors que le secteur maladie bénéficiera de la nouvelle orientation des dépenses.



## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

### ” Opportunités en terme sectoriel

- *Télécommunications* : soumise à des gains de échelle croissants en raison de ses investissements importants, l'industrie des télécommunications poursuivra son mouvement de concentration. Sa valeur économique reposera sur sa politique de dividende.
- *Services publics* : la réduction de l'endettement gouvernemental dans les pays développés exigera une poursuite de la privatisation des services publics, ce qui permettra un accroissement de leur productivité favorisé par le développement technologique et le maintien de marchés protégés. Surpondérer en période de ralentissement conjoncturel.



## IV. INVESTISSEMENTS CRÉATEURS DE VALEUR À UN HORIZON 10 ANS

- “ Opportunités en terme de philosophie et de processus de gestion
  - Les changements structurels générateurs de rendement économique exigent-ils le développement de nouvelles méthodes d'analyse permettant d'améliorer l'analyse fondamentale et la valorisation des sociétés?  
*Oui, l'analyse des sociétés devra désormais intégrer les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG)*
  - Une entreprise maximisera sa valeur économique non seulement en réalisant ses objectifs financiers à court terme, mais en assumant ses responsabilités sociales, environnementales et éthiques.

| Socially Responsible Investing in the US • 1995-2007 |              |                |                |                |                |                |                |
|--|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (In Billions)  | 1995         | 1997           | 1999           | 2001           | 2003           | 2005           | 2007           |
| Social Screening                                     | \$162        | \$529          | \$1,497        | \$2,010        | \$2,143        | \$1,685        | \$2,098        |
| Shareholder Advocacy                                 | \$473        | \$736          | \$922          | \$897          | \$448          | \$703          | \$739          |
| Screening and Shareholder                            | N/A          | (\$84)         | (\$265)        | (\$592)        | (\$441)        | (\$117)        | (\$151)        |
| Community Investing                                  | \$4          | \$4            | \$5            | \$8            | \$14           | \$20           | \$26           |
| <b>Total</b>   | <b>\$639</b> | <b>\$1,185</b> | <b>\$2,159</b> | <b>\$2,323</b> | <b>\$2,164</b> | <b>\$2,290</b> | <b>\$2,711</b> |

**SOURCE:** Social Investment Forum Foundation

**NOTES:** Social Screening includes socially and environmentally screened funds and separate account assets. Overlapping assets involved in Screening and Shareholder Advocacy are subtracted to avoid potential double-counting. Tracking Screening and Shareholder Advocacy together only began in 1997, so there is no datum for 1995. There are also potentially overlapping assets in the relatively small screened funds categories of Alternative Investments and Other Pooled Products; therefore these categories are also excluded from the SRI universe aggregated in this Report. See Chapter II for details.

A l'ube du XXIème siècle, de multiples opportunités créatrices de valeur économique offriront aux institutions de prévoyance.

La maximisation du rendement social de la gestion des actifs reposera sur l'optimisation des sources de rendement et de risques.

*Première source d'alpha, la sélection des entreprises se largira aux critères ESG et intégrera une pondération croissante dans les sociétés internationales suisses ou étrangères bénéficiant de la croissance économique de la zone émergente.*