



**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch



Investment Consulting

IIASIP Conférence ASIP

Evolution des marchés financiers : recommandations pratiques pour les caisses de pensions

PPCmetrics SA

Pascal Frei, CFA, Associé

Lausanne, le 20 juin 2018

Danger ?



Some of the graphs/pictures are not available online

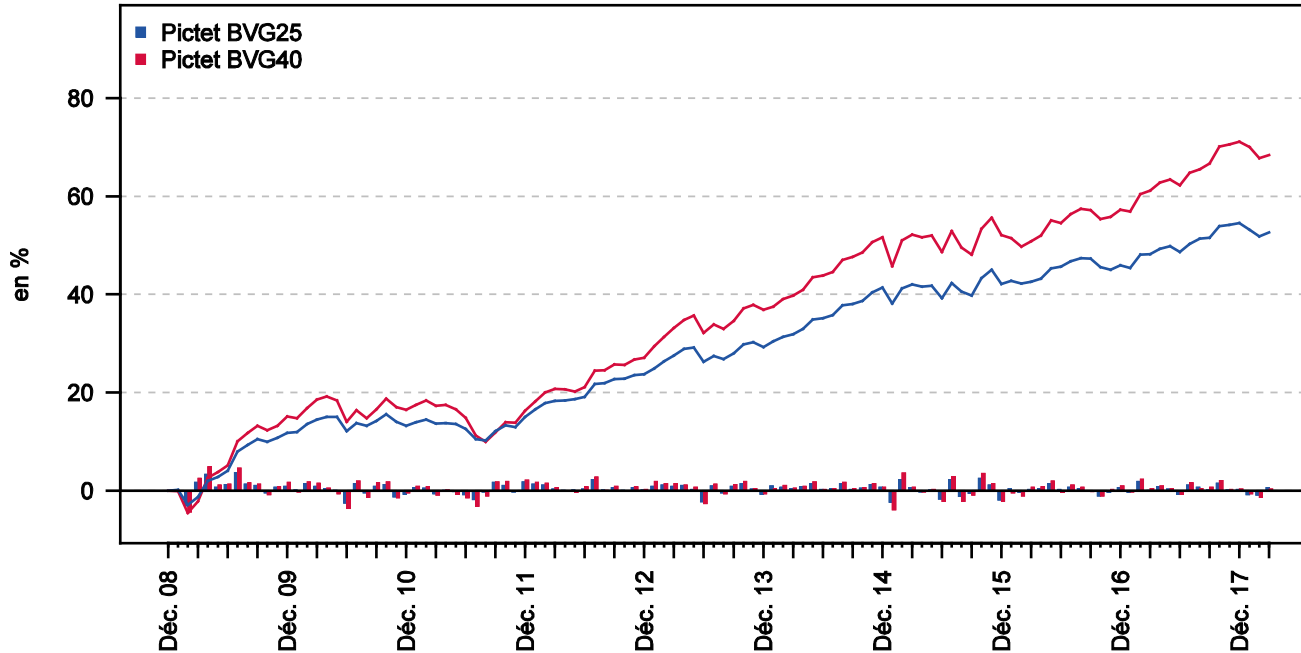
Performances très satisfaisantes...

...au cours des 9 dernières années

Rendements absolus sur la période

Lignes: cumulé, Barres: périodique

Période 01.01.2009 - 31.03.2018



5.79 p.a.

4.68 p.a.

© PPCmetrics SA

Rendements annuels	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	YTD 2018*
Pictet BVG25	11.74%	1.31%	1.61%	7.58%	4.43%	9.45%	0.50%	2.64%	5.90%	-1.19%
Pictet BVG40	15.07%	1.19%	-0.14%	9.26%	7.76%	10.77%	0.31%	3.41%	8.78%	-1.60%

* jusqu'au 31.03.2018

© PPCmetrics SA

Performances très satisfaisantes...

... au cours des 9 dernières années

Obligations

forte contribution aux rendements

**Actions, immobilier,
placements alternatifs**

cours en hausse

Incertitude

très faible volatilité

Cela va-t-il continuer ?

Trois hypothèses:

1**Obligations**

Contribution au rendement dans les prochaines années: probablement très faible

2**Actions**

Le cours des actions a fortement progressé ces dernières années et ne devrait pas ou peu augmenter dans le futur

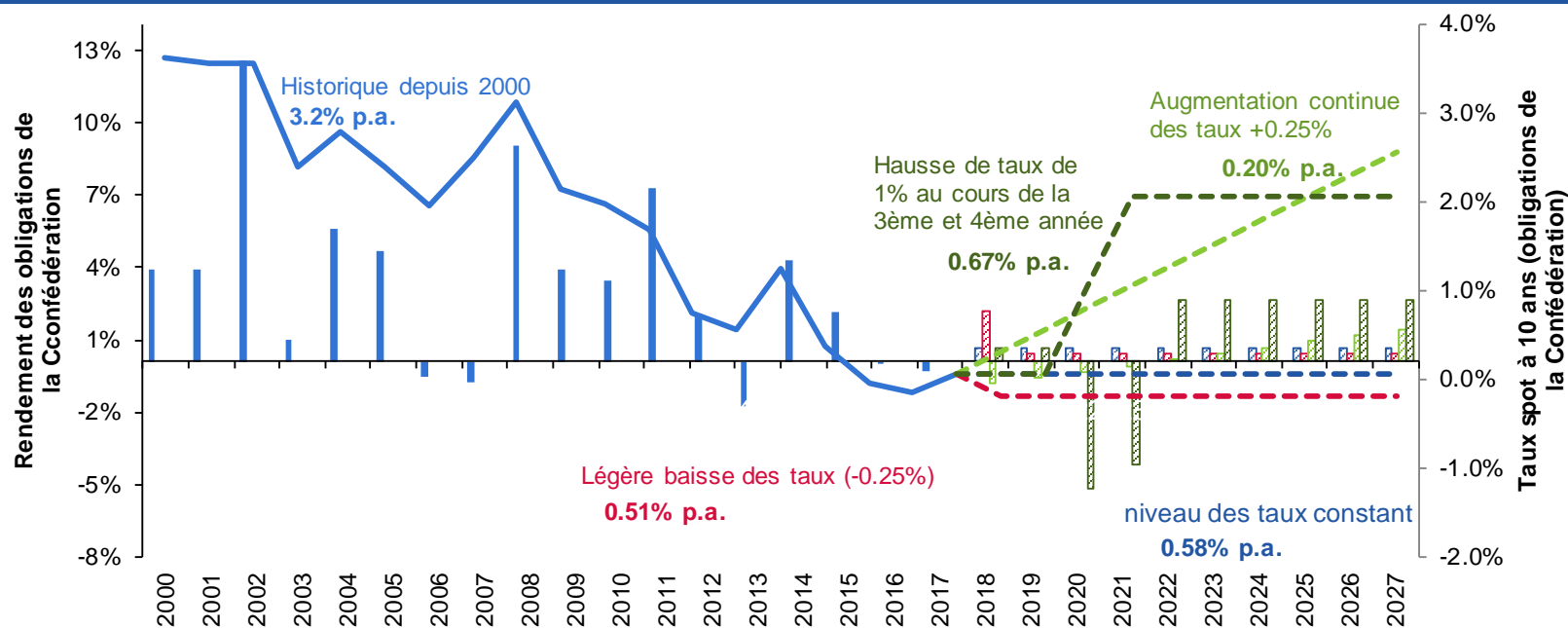
3**Volatilité**

Maintenant que tout le monde veut investir passivement, cela conduit à un comportement moutonnier et à une augmentation de la volatilité

1 Obligations: rendements espérés (1)

- Performance historique élevée

Evolution des taux d'intérêt



Barres (échelle de gauche) : rendement des obligations de la Confédération
 Lignes (échelle de droite): taux spot (niveau des taux d'intérêt)

Sources: SNB, Citigroup GBI Switzerland, calculs PPCmetrics au 31.03.2018, projection avec duration 7, investissement roulant

① Obligations: rendements espérés (2)

- **Liability-Hedge** :
 - Les obligations ont une sensibilité au taux d'intérêt très similaire au passif d'une IP
 - Les obligations réduisent les fluctuations du point de vue de la congruence actifs / passifs
 - **En période de crise**, le cours des obligations pourrait s'apprécier
 - **Allocation du portefeuille** :
 - un faible risque apporte une certaine sécurité au portefeuille
- ▶ **Recommandation: garder des obligations dans le portefeuille!**

1 Obligations: rendements espérés (3)

3 hypothèses:

1

Obligations

Contribution au rendement dans les prochaines années: probablement très faible



2

Actions

Le cours des actions a fortement progressé ces dernières années et ne devrait pas ou peu augmenter dans le futur

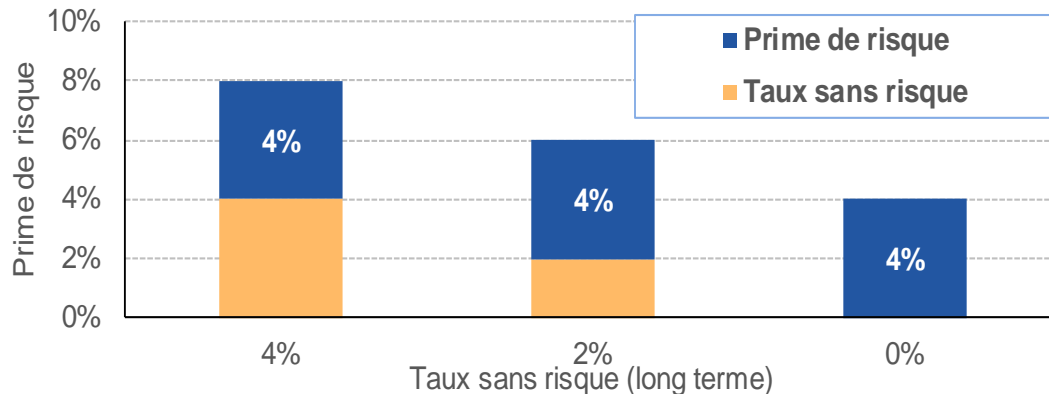
3

Volatilité

Maintenant que tout le monde veut investir passivement, cela conduit à un comportement moutonnier et à une augmentation de la volatilité.

② Actions: potentiel de rendement

Rôle central de la prime de risque attendue



Prime de risque actions:
Rendement excédentaire attendu par rapport au
taux sans risque

Utilisation de la prime de risque attendue:

- Stratégie: Proportion actions vs. obligations?
- Tactique: Surpondération des actions suite à un signal positif des facteurs macroéconomiques ?

② Actions: potentiel de rendement

Prendre des risques sera aussi compensé dans le futur!

- **Aujourd'hui**: les investisseurs **sont prêts à prendre plus de risque**

➔ La prime de risque est inférieure... mais toujours positive.

- La prise de risques sera aussi compensée dans le futur!

- Prime de risque actions (actions monde)...

... Moyenne historique à long terme \emptyset : **+4.2%**

... Période récente (2009 – 2017): plus de **+7%**

② Actions: potentiel de rendement

Prévisions fondamentales (1)

- Décomposition de la prime de risque actions en différentes composantes: «Dividende» + «Repricing»

The diagram illustrates the decomposition of the action risk premium (R) into three components: Dividend Yield (D/P), Real Revenue Growth (g), and P/E Adjustment (ΔP/E). The formula is presented in a green box: $R = D/P - \Delta S + i + g + \Delta PE$. Brackets below the formula group the terms into three categories: 'Rendement du dividende' (D/P), 'Croissance des revenus' (g), and 'Ajustement des cours' (ΔP/E). Dashed lines connect the first and second terms to a point above the first bracket, and the third and fourth terms to a point above the second bracket. A legend box on the right defines each term: D/P = rendement du dividende, -ΔS = Rachat d'actions, i = Taux d'inflation, g = Taux de croissance réel des revenus, and ΔP/E = variation du P/E.

D/P	= rendement du dividende
-ΔS	= Rachat d'actions
i	= Taux d'inflation
g	= Taux de croissance réel des revenus
ΔP/E	= variation du P/E

Modèle utilisé: Grinold-Kroner

② Actions: potentiel de rendement

Prévisions fondamentales (2)

Modèle avec variables

prévisions du consensus de
plus de 80 experts financiers



Estimation des experts pour 2018
(horizon 1 an):
7% - 10% (!)

② Actions: potentiel de rendement

Estimation de la prime de risque actions à long terme

Exagération?	Pessimisme?	Réaliste
environ 10%	0% (ou négatif)	4%
«Aucune raison que la hausse ne se poursuive pas.»	«Les actions sont trop chères. Même à long terme, il n'y a plus rien à gagner.»	«Prendre des risques est compensé à long terme.»

- **Une prime de risque de 4%** est réaliste mais représente aujourd'hui probablement la **limite supérieure**.
- ▶ **Potentiel de rendement de la stratégie d'une IP** (40% obligations, 30% actions, 30% immobilier) **est d'environ 2% à 2.5%** (pas 0% mais pas 5% non plus !).

② Actions: potentiel de rendement

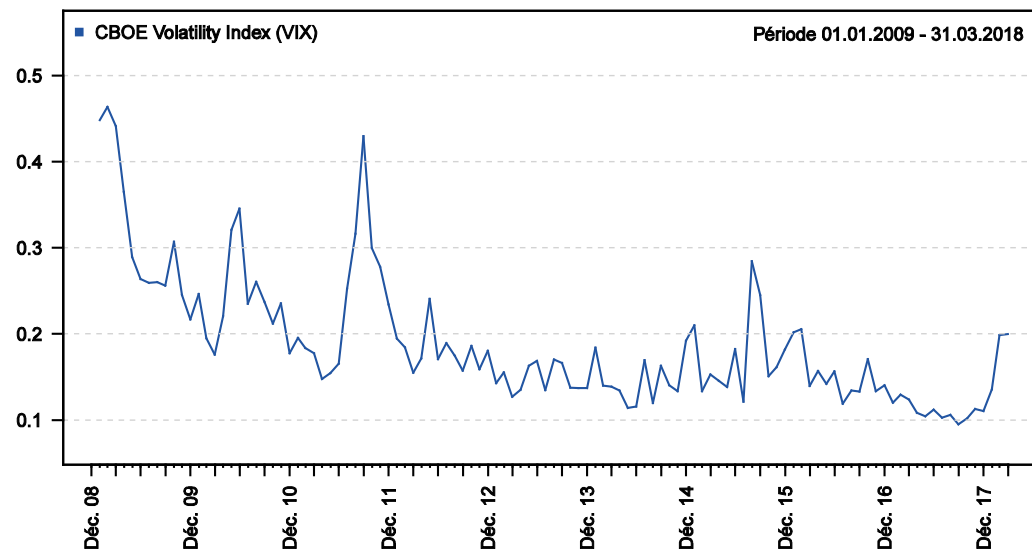
3 hypothèses:

- | | | | |
|---|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|
| 1 | Obligations | Contribution au rendement dans les prochaines années: probablement très faible | ✓ |
| 2 | Actions | Le cours des actions a fortement progressé ces dernières années et ne devrait pas ou peu augmenter dans le futur | ⊘ |
| 3 | Volatilité | Maintenant que tout le monde veut investir passivement, cela conduit à un comportement moutonnier et à une augmentation de la volatilité | |

③ Volatilité historique: Faible volatilité ces dernières années

- Macroéconomie: **stable** (presque pas de chocs négatifs)
- Banques centrales: plus grande transparence et meilleure **communication** que dans les années 90 → Les marchés sont mieux «**préparés**»
- **Hausse des cours** presque continue depuis 2009

Evolution de l'Indice

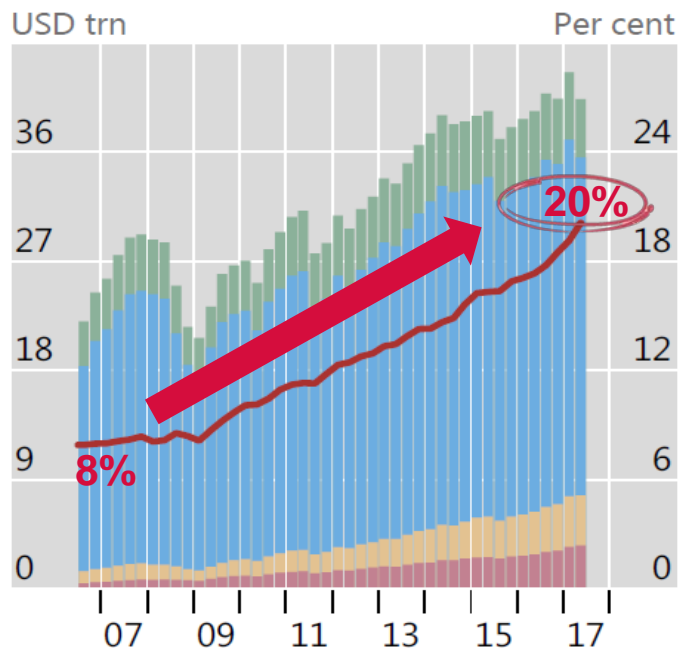


© PPCmetrics SA / Source: Bloomberg

3 Volatilité : comportement des investisseurs passifs

Dans le passé

Global assets under management by fund type



Lhs: Passive share (rhs):

- ETF
- Passive mutual fund
- Active mutual fund
- Other
- All assets

Source: BIS (2016)

Part d'investissement passif:
de 8% à **20%**

Causes :

- Frais de gestion
- Performances des gérants actifs

③ Volatilité : comportement des investisseurs passifs

Evidences

«What Does Nevada's \$35 Billion Fund Manager Do All Day?
Nothing»

③ Volatilité : comportement des investisseurs passifs

Théorie: Ne rien faire renforce l'effet négatif

Portefeuille
actions

Afflux d'argent



Les investisseurs passifs achètent avant tout les actions ayant augmentées (capitalisations boursières les plus élevées)

→ **Effet de renforcement dangereux !?**

③ Volatilité : comportement des investisseurs passifs Free-Riders...

VS.



Baisse du contenu de l'information contenue dans les prix ?

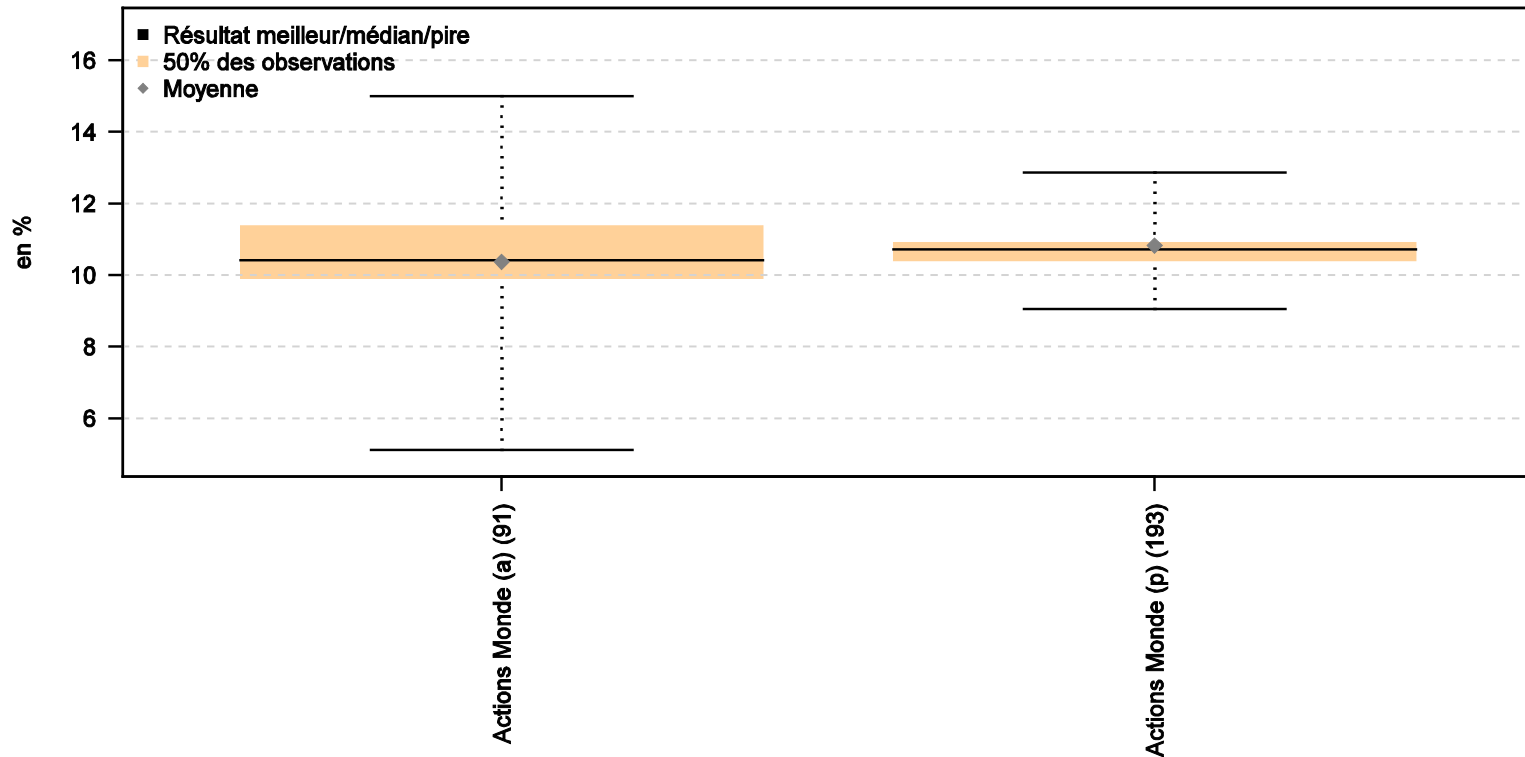
Création de bulles en raison du comportement moutonnier des investisseurs ?

Les investisseurs actifs devraient alors être en mesure d'anticiper et d'exploiter le comportement des investisseurs passifs ...

3 Volatilité : comportement des investisseurs passifs

Ce n'est pas si facile...

Univers PPCmetrics: comparaison de performance - Rendements absolus p.a.
Période 01.12.2015 - 31.12.2017



© PPCmetrics SA

Malgré l'augmentation de la gestion passive, les investisseurs actifs ne réalisent pas de meilleurs résultats que les indices de marché.

③ Volatilité : comportement des investisseurs passifs

Parfois, même le contraire ...

- Résultats empiriques (rapport BIS 2016):
 - Les investisseurs actifs retirent souvent des fonds pendant les périodes de stress et ont ainsi un effet déstabilisateur (BIS 2016).
 - Les investisseurs passifs ont tendance à avoir un effet stabilisateur sur l'ensemble du marché durant les périodes de stress!
- ▶ **Actuellement, le comportement des investisseurs passifs n'est pas nuisible!**
- ▶ **La concurrence entre gérants actifs et passifs est dans l'intérêt des investisseurs (coûts!)**

3 Volatilité : comportement des investisseurs passifs

Aucun problème même avec une proportion plus élevée d'investisseurs passifs

Aujourd'hui: 20%

Aucun problème!

Demain: peut-être 50%*!?

Probablement aucun problème

* Estimation (FuW, 28.12.2016)

③ Volatilité: à l'avenir

Faible volatilité ces dernières années

- Une faible volatilité ne dit rien sur l'avenir!
- Une forte ou faible volatilité décrit simplement ce qui se passe sur les marchés, mais pas ce qui nous attend.
- Hausse des cours presque continue depuis 2009: Quand la hausse s'interrompra ou s'affaiblira, la volatilité augmentera probablement.
→ **Aucun rapport avec le style de gestion des investisseurs (actif ou passif)**

③ Volatilité: à l'avenir

Régulation et situation macroéconomique

- La **régulation** et la situation **macroéconomique** auront à l'avenir probablement un impact plus important sur la volatilité.
- **Réglementation bancaire plus stricte:**
 - Les banques prennent moins de risques pour leur propre compte :
 - elles réduisent le market-making et recourent moins à l'arbitrage
 - exemple: «échec» de la parité des taux d'intérêts couverte
- **Situation macroéconomique:**
 - **Niveau d'endettement** des Etats et des ménages toujours élevé
 - Escalade du **conflit commercial**, déséquilibres commerciaux
 - ...

Conclusions

3 hypothèses:

1	Obligations	Contribution au rendement dans les prochaines années: probablement très faible	✓
2	Actions	Le cours des actions a fortement progressé ces dernières années et ne devrait pas ou peu augmenter dans le futur	⊘
3	Volatilité	Maintenant que tout le monde veut investir passivement, cela conduit à un comportement moutonnier et à une augmentation de la volatilité.	⊘ ✓

Contact



Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG

Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Téléphone +41 44 204 31 11
Fax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA

23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmmetrics.ch

Social Media 

PPCmetrics (www.ppcmmetrics.ch) est leader en Suisse dans le domaine du conseil en investissements, du conseil en placements stratégiques et dans le contrôle et suivi des portefeuilles. Nous sommes également experts en caisses de pensions. Nos clients sont des investisseurs institutionnels (caisse de pension, institution de prévoyance, fondation de prévoyance, institution de retraite professionnelle, assurance, assurance maladie, ONG et trésorerie) et des investisseurs privés (clients privés, family offices, fondations de famille ou UHNWI – Ultra High Net Worth Individuals). Nos prestations englobent le conseil en investissement et le conseil en placements ainsi que la définition de la stratégie de placement (étude de congruence actifs / passifs - ALM), l'analyse des portefeuilles, l'asset allocation, la rédaction de règlements de placement, le conseil juridique (legal consulting), le choix des gestionnaires de fortune (Asset Manager Selection), la mise en œuvre d'appels d'offres public, le contrôle des investissements (investment controlling), le conseil actuariel et toutes les activités d'expert en caisses de pensions.

Merci pour votre attention!

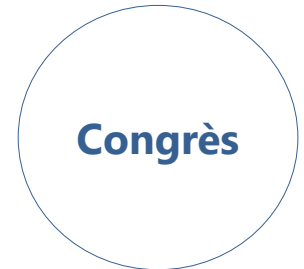
Nous publions chaque année plus de 40 articles spécialisés sur des sujets variés.



Nos experts partagent leur savoir et leurs avis avec le public.



Nous organisons plusieurs conférences chaque année. Découvrez-nous en live.



PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.

En savoir plus

