



LA FRANÇAISE

LA LETTRE

ÉDITION SPÉCIALE - 22 NOVEMBRE 2019

INVESTIR À LONG TERME DANS UN MONDE EN PLEINE MUTATION

De Xavier Lépine – Président du Directoire du Groupe La Française
En collaboration avec Pierre Schoeffler – Conseiller du Président



Photo : F. FERVILLE

Soyons sérieux, les performances des différentes classes d'actifs sur les 20 dernières années ont été portées par la globalisation avec en toile de fond la baisse des taux d'intérêts et une économie très carbonée. Ces moteurs sont aujourd'hui derrière nous et l'allocation d'actifs de long terme doit être repensée maintenant que les taux longs sans risque sont négatifs et que le réchauffement climatique est devenu un enjeu vital !

Reprenons le raisonnement à la base et mettons-nous à la place d'un investisseur à long terme sans contrainte spécifique de distribution annuelle ou réglementaire :

Considérations sur le calibrage des allocations d'actifs de long terme

L'approche traditionnelle de l'allocation stratégique repose sur l'analyse du comportement des actifs en partant des fondements établis par la littérature académique :

- La rentabilité des actifs suit un processus de retour à la moyenne de faible intensité, les rentabilités historiques moyennes ne sont donc que des estimateurs de peu de précision pour le futur ; il est nécessaire de recourir

à des rentabilités attendues qui reposent sur des hypothèses d'évolution des revenus générés par les actifs ou de primes de risque par rapport au taux sans risque.

- Le risque des actifs, variance/volatilité et covariances/corrélations, suit un processus de retour à la moyenne de forte intensité ; il peut être apprécié en s'appuyant sur une approche probabiliste permettant d'évaluer des intervalles de confiance à partir de données historiques de rentabilités.

Le cadre spécifique d'une allocation de long terme sur 15 ans inspire les réflexions suivantes :

- L'horizon de 15 ans correspond grosso modo à la durée des actifs de plus-value : actions, private equity et immobilier résidentiel. Elle est supérieure aux actifs traditionnels de rendement : emprunts souverains, obligations d'entreprise, private debt, hedge funds et immobilier d'entreprise.
- A un horizon de 15 ans, l'allocation stratégique va traverser une, voire deux crises financières majeures. Le candidat naturel désigné pour la prochaine est bien sûr l'éclatement de la bulle obligataire. Dans un environnement instable généré par l'endettement historiquement très élevé des entreprises dans le monde, elle peut être enclenchée par un choc sur les taux si et/ou lorsque les politiques budgétaires prendront le relais des politiques monétaires pour soutenir la croissance. Même s'il est probable qu'à un horizon de 5 à 7 ans une politique de taux d'intérêts très bas soit maintenue et cela même si une politique de relance budgétaire était initiée en Europe. L'horizon de 15 ans interdit d'exclure une éventuelle hausse sur la totalité de la période. Elle peut aussi provenir d'un accident sur le marché monétaire interbancaire, dont le fonctionnement est profondément perturbé par des années d'assouplissement quantitatif (cf. soubresauts sur le marché du repo US). Il faut donc que l'allocation soit robuste à une telle crise. Sachant qu'une crise financière sur deux est d'origine immobilière / bancaire et une crise sur deux provient d'une bulle sur les actions, il est nécessaire de couvrir un historique long sur les marchés pour apprécier le risque avec les réserves particulières liées à un horizon de 15 ans (cf. annexe 2).
- Les ruptures économiques et sociétales en cours vont se traduire par des tendances majeures sur les marchés financiers qui ne sont pas, ou bien que très récemment, prises en compte par ces marchés. C'est une limite à l'exigence de recourir à un historique long de données.

Le futur du climat pour les siècles à venir va se jouer dans les 15 prochaines années en fonction de notre capacité à réduire nos émissions de carbone de moitié. Qu'il y ait ajustement du système économique à un réchauffement climatique important ou tentative d'atténuation de ce réchauffement par des mesures de transition, les équilibres mondiaux économiques, politiques et sociaux (problématique de la montée des inégalités dans de nombreux pays avec la montée corollaire du populisme) vont subir des chocs violents. Ne nous faisons pas d'illusion, si la valeur du risque climatique a pris une importance considérable récemment, la cause principale en est le risque migratoire de zones en passe de devenir invivable (45° Celsius et 65 % d'humidité) dans les 10 ans à venir (cf. annexe 1). Concrètement le GIEC estime qu'un prix du carbone à 50 dollars la tonne serait nécessaire et suffisant pour atteindre l'objectif de 1,5° d'ici 2050 si les investissements et décisions étaient pris maintenant. Ce montant représente 2 000 milliards de dollars investis par an pour la décarbonation et la transition énergétique, soit 2 % du PIB annuel mondial. Dans ce cas on pourrait dire que le coût de l'externalité carbone constitue un choc inflationniste annuel de 2 %.

D'autres mutations sont à l'œuvre qui sont loin d'être à maturité, telles que la métropolisation, le développement des technologies de l'information, l'émergence de la connaissance et de l'intelligence artificielle comme facteur de production aussi important que le travail et le capital, et plus récemment un arrêt de la globalisation et un début de déglobalisation. Structurantes sur un horizon de 15 ans, elles sont souvent porteuses de **rendements croissants**¹. 15 ans, c'est la durée d'un quart de cycle de Kondratiev pour autant que ces cycles fonctionnent dans le futur. L'on est sans doute à la fin du dernier, comme l'endettement excessif, la croissance des inégalités et la langueur de l'économie le suggèrent, et à l'orée du prochain.

¹ - En économie classique, le client ou la production marginale a coût marginal croissant, c'est la loi des rendements décroissants, alors qu'en économie numérique ou d'intelligence artificielle, c'est l'information fournie par le client lui-même qui crée de la valeur (et n'engendre donc pas un coût). Lorsqu'Uber par exemple attire un nouvel utilisateur, cela se fait à un coût marginal nul pour le réseau et avec un profit marginal important car la valeur d'un réseau augmente comme le carré du nombre d'utilisateurs (cf. Rifkin, "La nouvelle société du coût marginal zéro").

Que l'on croit ou non à une révolution technologique et donc à une transformation comparable à celles induites par la mondialisation ou les précédentes révolutions industrielles, force est de constater que la baisse des taux d'intérêts et les ressources naturelles qui ont été les instruments de la performance économique et financière des 20 dernières années ne seront pas les vecteurs de la performance à venir avec des impacts considérables par classe d'actifs, pays et secteur (cf. annexe 1 sur les performances historiques).

Allocation d'actifs de long terme recommandée par La Française

Valorisation - Liquidité

Les taux d'intérêts à long terme négatifs sur les emprunts d'État dits "sans risque" posent clairement la question de leur statut dans le cadre de l'allocation de long terme d'un portefeuille institutionnel. Subir une perte en capital certaine sur ces obligations si elles sont détenues jusqu'à échéance en fait les actifs les plus risqués qui soient.

Les taux d'intérêts bas et les programmes d'assouplissement quantitatif ont contaminé l'ensemble des actifs risqués avec plus ou moins d'intensité. La contamination a porté à la fois sur une valorisation excessive par rapport à un taux d'intérêts "d'équilibre" en l'absence de ces stimuli, et sur une volatilité artificiellement réduite. Les actifs de rendement les plus liquides, emprunts d'État et obligations d'entreprise Investment Grade, ont été les plus contaminés, les actions sont globalement valorisées à leur niveau historique, les actifs jouissant d'une prime de risque incompressible spécifique liée à leur relative illiquidité et/ou à leurs caractéristiques propres : immobilier, hedge funds, etc. ont été en général moins impactés.

Un horizon d'investissement long de 15 ans va bien au-delà des horizons fixés par les autorités monétaires pour la conduite de leur politique accommodante. Il est donc nécessaire d'accorder une place importante aux actifs privés, non cotés et relativement illiquides, en complément des actifs publics que ce soit dans le domaine des actions, des instruments de taux ou de l'immobilier.

Indexation : Croissance et inflation

Plutôt que de composer un portefeuille à partir des performances historiques des actifs, l'horizon d'investissement long permet de s'intéresser à l'expression des facteurs fondamentaux économiques, monétaires et sociaux sous-jacents à ces performances. L'allocation d'actifs repose ainsi sur quelques grands facteurs, pas nécessairement compatibles entre eux car la diversification doit jouer également à ce niveau, qui se déclinent ensuite en instruments financiers de dette ou de fonds propres selon le niveau de risque accepté et selon le type de rentabilité visée, plus-value ou rendement courant.

Un premier facteur tient au moteur de croissance qui devrait être à l'œuvre sur le long terme. La globalisation et ses avantages comparatifs ont atteint leur limite, les politiques monétaires accommodantes également. Le relai devrait reposer sur des politiques budgétaires expansives et sur le défi (à relever) de la transition climatique combinés dans une sorte de New Green Deal plus ou moins formalisé. La productivité devrait être portée par l'investissement en capital, notamment en capital humain, et par l'innovation. L'externalité négative que représentent les émissions carbone devrait être pleinement valorisée et pourrait jouer le même rôle de catalyseur et accélérateur de la transformation économique que le prix du pétrole joue jusqu'à présent (dans le sens inverse).

Un deuxième facteur se rapporte au régime d'inflation. La déflation technologique va continuer de s'exercer mais la déglobalisation (circuits courts, relocalisation notamment pour éviter la taxe carbone) va enrayer le processus de baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée des entreprises et les salariés vont retrouver une partie de la capacité de négociation qui avait disparu en économie globalisée ; au total moins de profit pour le capital et plus d'inflation. Or l'endettement élevé des agents privés et publics, comme facteur d'instabilité et de risque déflationniste, ne peut être contenu que si sa toxicité est amoindrie soit par l'inflation qui démonétise la dette, soit par la croissance qui la rend solvable, ou encore par les taux d'intérêts nuls qui la rendent inopérante.

Il est vraisemblable que sur le long terme les deux premiers effets, et surtout le premier, deviendront dominants et cela alors même que les taux d'intérêts nuls seront le facteur dominant sur les prochaines années.

Portefeuilles

De façon simplifiée, il existe deux drivers de performance financière : l'efficacité économique et la rareté. Il en résulte deux constructions de portefeuilles possibles sur le long terme : une construction à partir des actifs de plus-value et une construction à partir des actifs de rendement, selon le niveau de risque accepté et l'exigence de distribution. Si l'on s'intéresse aux grandes classes d'actifs dominantes par la taille de leur capitalisation, les briques élémentaires des actifs de plus-value sont d'une part les actions et son dérivé le private equity, qui reposent sur l'efficacité et la croissance de l'économie et de l'autre l'immobilier résidentiel, sous toutes ses formes, qui repose sur la rareté de l'espace, par essence inflationniste, la démographie et les évolutions sociétales. De même les actifs de rendement sont d'une part les obligations et leur dérivé le private debt, qui reposent eux-mêmes sur l'efficacité de l'économie, et de l'autre l'immobilier d'entreprise qui repose quant à lui sur le concept de rareté. Pour des raisons évidentes de diversification des facteurs de performance, il est donc souhaitable de construire les portefeuilles de plus-value et de rendement autour de ces briques.

Evidemment l'exposition aux facteurs fondamentaux de performance peut et doit être amplifiée par le choix des thèmes d'investissement au sein de chaque actif : financement de la transition énergétique au travers d'investissements dans des actions et des obligations d'entreprise suivant des stratégies bas carbone, d'investissements dans des énergies renouvelables en private equity et private debt, financement d'une métropolisation inclusive socialement et de façon durable au travers d'investissements en immobilier permettant le développement du capital humain dans sa diversité.

Autrement dit l'allocation d'actifs se doit d'être beaucoup plus granulaire : pour les actions et les obligations il s'agit de privilégier clairement les pays, les secteurs et les valeurs qui vont bénéficier des changements de paradigmes environnementaux et sociétaux en cours et/ou qui s'organisent pour y répondre. Pour les obligations à haut rendement (High Yield) émises par les entreprises comme pour la dette privée, il est clair que le risque de ces entreprises est plus élevé et qu'il aura une propension à se matérialiser quand les taux d'intérêts seront plus élevés (le coût de refinancement des tombées sera plus important et augmentera le taux de défaut). La probabilité que les taux remontent sensiblement dans les 5 à 7 années à venir étant faible, il faut donc éviter d'allouer des fonds dans ce type d'actifs sur des maturités venant à échéance après 2025 (et donc ne pas investir dans des fonds classiques à duration constante mais dans des fonds à maturités connues) ; et à l'échéance de ces fonds, si effectivement les taux ont monté, il sera alors peut être opportun d'investir dans des obligations Investment Grade, voire d'Etat.

Parce qu'il est au cœur même du tissu économique et social, l'immobilier résidentiel mérite une mention particulière, avec l'exemple de Paris, en pleine transformation avec la création du Grand Paris. Des taux d'intérêts très bas permettent de mettre en place des systèmes financiers innovants, rentables, à risques encadrables et à fort impact social, et cela alors même que l'immobilier résidentiel est déjà à prix d'or. Paris est une des cinq « ville Monde » et est confronté, comme toutes les grandes villes, à une problématique de prix pour les jeunes générations et les classes moyennes (en 40 ans les prix, y compris un loyer fictif de 2,5 %, ont été multipliés par 14 alors que le niveau des prix à la consommation n'a été multiplié que par 3,5 et le niveau du SMIC par 4). Les éléments de l'équation sont la rareté du foncier, l'allongement de la durée de la vie, les évolutions sociétales sur la famille, l'individu et l'usage, et les inégalités croissantes de revenu et de patrimoine, la première d'entre elles étant le logement.

Des solutions existent néanmoins, reposant sur **différentes techniques de démembrement** impliquant les acteurs publics et les investisseurs institutionnels et permettant l'émergence de solutions de grande ampleur. Elles permettraient de quantifier le risque, via le transfert partiel du risque d'un actif de plus-value en lui donnant une dimension rendement. Le co-achat entre un particulier et un fonds d'investissement, expérimenté au Canada et en Europe du Nord, est l'une d'entre elles, le particulier loue au fonds la quote-part qu'il ne possède

pas à des conditions privilégiées et en échange le fonds reçoit une quote-part de la plus-value supérieure à son apport. La séparation du foncier et du bâti permettrait également de construire des logements neufs abordables, le foncier étant détenu par des fonds d'investissement publics et institutionnels. La FlexiPropriété, enfin, qui repose sur le principe d'une foncière détentrice de logements qu'elle cède à un acquéreur lequel renonce à la transmission du bien, le bien revenant alors à la foncière. Dans ce schéma, l'acquéreur profite d'une décote importante sur le prix et d'une option de revente à la foncière à un prix fixé d'avance décroissant avec le temps. L'intérêt de l'acquéreur étant, soit de se constituer une épargne certaine – différence entre l'amortissement de son crédit et le prix de rachat garanti par la foncière plutôt qu'un loyer « pour rien » – soit de préparer sa retraite en ne payant plus à terme son logement

Les banques ou des fonds de prêts ont également un rôle à jouer en la matière, par exemple en généralisant l'hypothèque rechargeable pour les seniors propriétaires d'un appartement dont le prix a monté depuis son acquisition et qui perçoivent une petite retraite.

Trois portefeuilles-types constitués des principales classes d'actifs risqués sont présentés en annexe 3 à titre d'illustration.

Annexe 1 : Données sous-jacentes au raisonnement

Sources - Données économiques : Banque Mondiale ; Données de marché : FTSE

Croissance du PIB : 2000-2019

Countries	Cumulated Growth	Average Growth
China	1144%	13,4%
Russia	746%	11,3%
India	494%	9,3%
Australia	269%	6,7%
South Korea	234%	6,2%
Brazil	212%	5,8%
World	164%	5,0%
Canada	153%	4,8%
Spain	125%	4,1%
United States	113%	3,8%
Euro Zone	92%	3,3%
France	86%	3,2%
Germany	82%	3,0%
UK	69%	2,7%
Italia	66%	2,6%
Japon	9%	0,4%

Performance boursières par pays : 2000-2019

	Total Return	Yearly average
South Korea	683%	10,8%
Taiwan	464%	9,0%
Brazil	463%	9,0%
Hong Kong	460%	9,0%
Australia	380%	8,2%
Canada	218%	6,0%
Denmark	213%	5,9%
South Africa	170%	5,1%
Switzerland	131%	4,3%
Singapor	113%	3,8%
USA	94%	3,4%
World	88,5%	3,2%
Mexico	66%	2,6%
Germany	65%	2,5%
Spain	53%	2,1%
France	48%	2,0%
Netherlands	38%	1,6%
Sweden	33%	1,4%
Japan	28%	1,3%
Belgium	17%	0,8%
UK	9%	0,4%
Italia	-28%	-1,6%
Finland	-35%	-2,1%
Greece	-68%	-5,5%

Performances boursières par secteur : 2000-2019

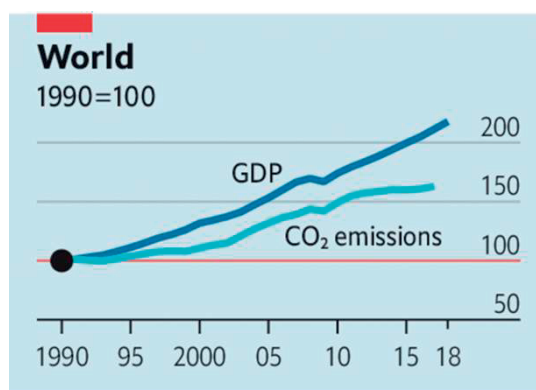
	Performancee cumulée	Performance annualisée
Consommation non cyclique	182%	5,3%
Santé	145%	4,6%
Services aux Collectivités	142%	4,5%
Matériaux hors énergie	139%	4,5%
Consommation cyclique	132%	4,3%
Services aux entreprises	127%	4,2%
Industrie	120%	4,0%
Finance	106%	3,7%
Energie	84%	3,1%
Services à la consommation	61%	2,4%
Technologie	57%	2,3%
Telecommunications	-25%	-1,4%

Taux d'intérêts : Game Over !

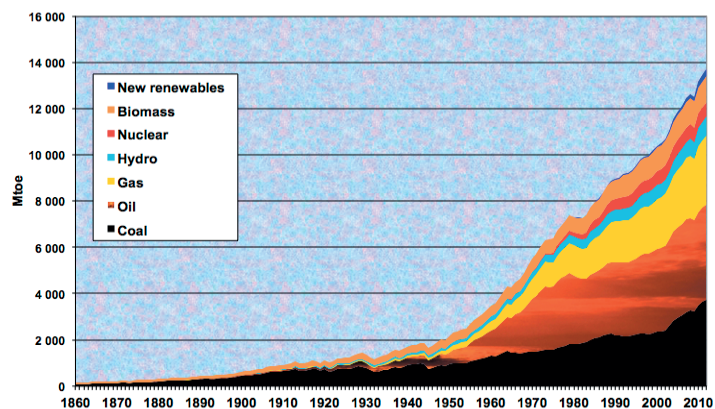
	31/12/1999	25/10/2019
10 years T bond France	5,48 %	- 0,06 %
10 Years T Bond Germany	5,36 %	- 0,36 %
10 Years T Bond US	6,44 %	1,79 %

Une croissance carbonée :

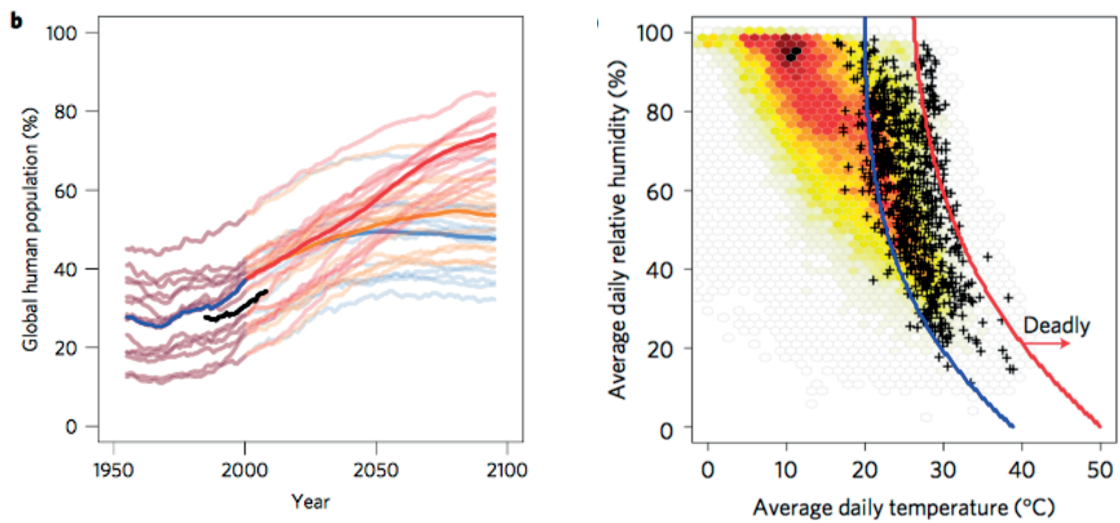
PIB mondial de 80 milliards de dollars => 40 Gigatonnes de CO₂ émis par an x 50 dollars la tonne = 2 000 milliards de dollars, soit 2 % du PIB mondial



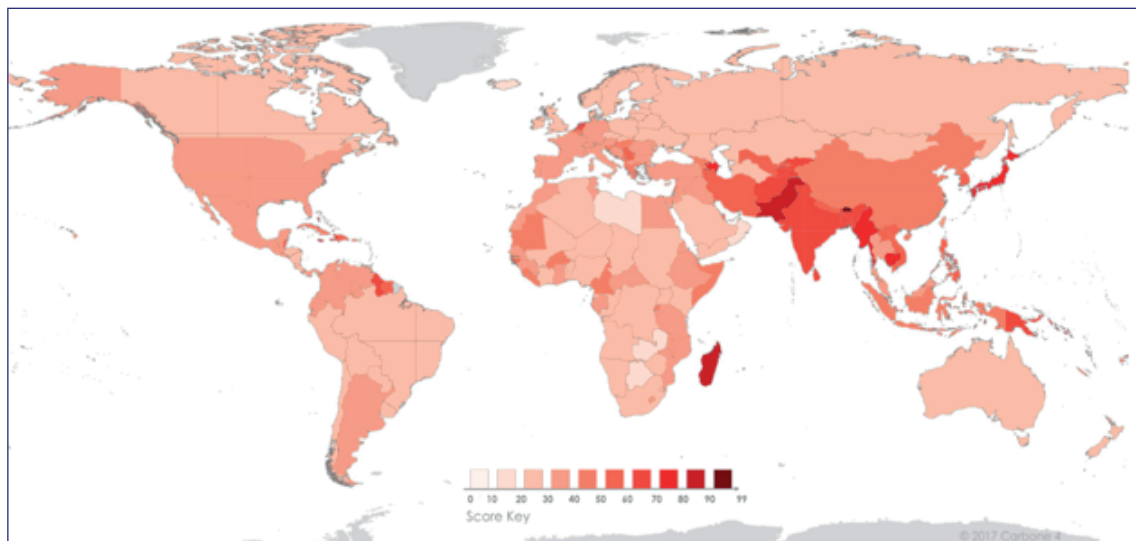
The Economist



Un risque létal pour l'Homme : 45° C et 65 % d'humidité, en 2050 50 % de la population devra migrer si l'on maintient les émissions de carbone au rythme actuel



La carte des risques de crises politiques liés aux dérèglements climatiques et migrations



Annexe 2 : Faits stylisés de rentabilité et de risque des actifs sur un horizon à long terme

L'analyse porte sur les performances totales des actions France CAC All Tradable, des OAT 10 ans, des logements Paris et des bureaux Prime Paris QCA² en données mensuelles de 1974³ à 2019. Les performances sont mesurées sur trois horizons d'investissement : performances glissantes sur 1 an, performances glissantes sur 5 ans et performances glissantes sur 15 ans⁴.

Trois points de démarrage sont considérés correspondants à des dates clés dans le fonctionnement des marchés :

- 1985 lorsque l'inflation est passé sous le niveau de 5 % correspondant au rendement locatif de long terme des bureaux (fin de l'effet inflationniste sur l'immobilier)
- 1992 date du traité de Maastricht qui entérine la création de la monnaie unique et marque la fin des politiques monétaires axées sur le contrôle de la croissance de la masse monétaire
- 1995 lorsque le rendement locatif des bureaux est passé au-dessus du taux des OAT 10 ans (portage positif sur les bureaux)

La volatilité des actifs diminue lorsque l'horizon d'investissement s'allonge et converge vers un niveau commun très faible, la période de démarrage n'a pas une grande influence sur les résultats :

Volatilité annualisée des performances	Horizon d'1 an	Horizon de 5 ans	Horizon de 15 ans
Actions	20 %	8 %	3 %
Obligations	7 %	3 %	2 %
Bureaux	13 %	4 %	2 %
Logements	8 %	5 %	2 %

Les corrélations entre actifs financiers, actions et obligations, et entre actifs immobiliers, logements et bureaux, ont tendance à augmenter lorsque l'horizon d'investissement s'allonge, alors que celles entre actifs financiers et immobiliers ont tendance à diminuer. Si sur un horizon à 1 an ou 5 ans la diversification entre actions et obligations a du sens, sur 15 ans la diversification qui joue est celle entre actifs d'efficacité versus ceux de rareté. La période de démarrage n'a pas non plus une grande influence sur les résultats :

Corrélation Horizon d'1 an	Actions	Obligations	Bureaux	Logements
Actions	100 %	-15 %	40 %	- 5 %
Obligations		100 %	- 25 %	- 40 %
Bureaux			100 %	35 %

Corrélation Horizon de 5 ans	Actions	Obligations	Bureaux	Logements
Actions	100 %	30 %	35 %	- 40 %
Obligations		100 %	- 55 %	- 60 %
Bureaux			100 %	55 %

Corrélation Horizon de 15 ans	Actions	Obligations	Bureaux	Logements
Actions	100 %	88 %	- 30 %	- 25 %
Obligations		100 %	- 50 %	- 25 %
Bureaux			100 %	70 %

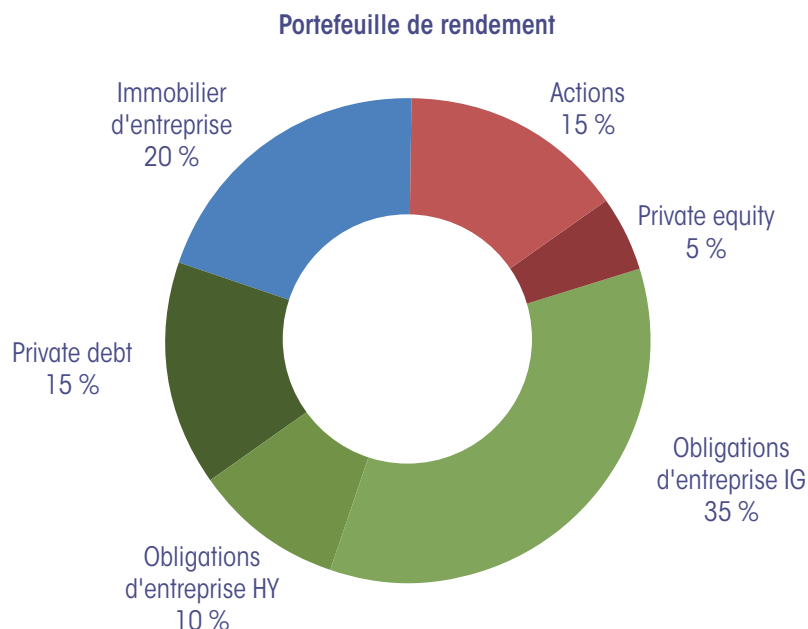
2 - Sources : Euronext, AFT, INSEE Notaires, OLAP et CBRE

3 - Date de la fin du système monétaire de changes fixes de Bretton Woods

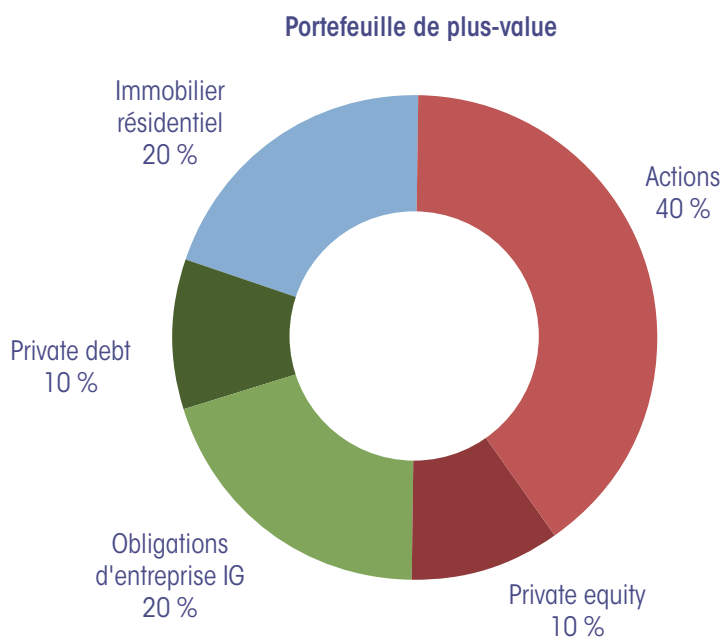
4 - Il s'agit de taux de variations annuels moyens : considérant un horizon de N années, le taux de variation annuel moyen d'un actif d'un mois donné m est, en notant I l'indice de performance totale, égal à $\left(\frac{I_m}{I_{m-12N}} \right)^{1/N} - 1$

Annexe 3 : Portefeuilles-types

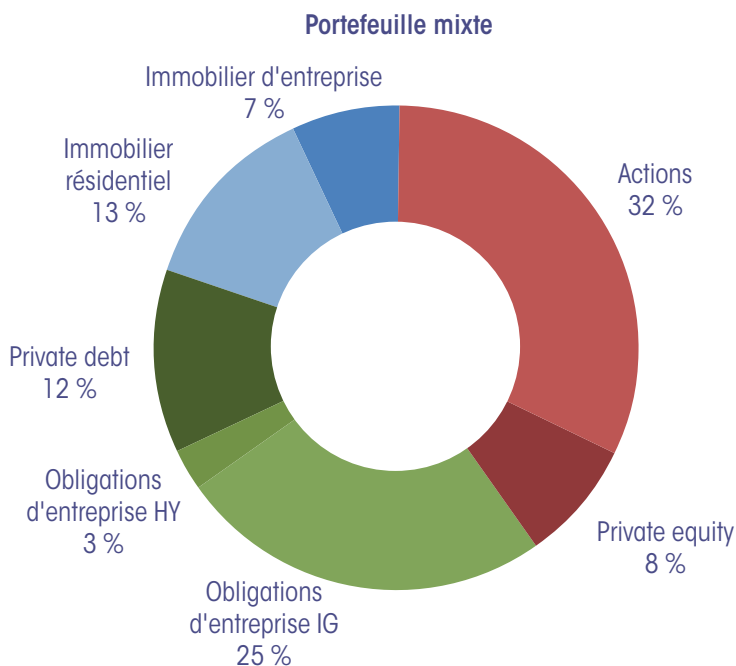
Le portefeuille de rendement correspond à la moyenne des stratégies de parité de risque, maximum de décorrélation et minimum de variance calculées à partir des volatilités et des corrélations à un horizon de 15 ans. Il favorise les obligations d'entreprise comme actif d'efficacité et l'immobilier d'entreprise comme actif de rareté. Ce dernier est limité à 20 % pour respecter la contrainte d'une utilisation éventuelle des fonds avant la 15^e année.



Le portefeuille de plus-values est déduit du portefeuille de rendement en ajoutant une contrainte de plus-value. Il favorise les actions comme actif d'efficacité et l'immobilier résidentiel comme actif de rareté. Ce dernier est également limité à 20 % pour respecter la contrainte d'une utilisation éventuelle des fonds avant la 15^e année. L'immobilier résidentiel peut être constitué de logements ordinaires et de solutions de démembrement.



Un portefeuille mixte constitué de 2/3 du portefeuille de plus-value et d'1/3 du portefeuille de rendement pourrait être un bon compromis pour de nombreux investisseurs.



Si les fonds de pension américains ont une appétence au risque souvent élevée qui se traduit notamment par une allocation au Private Equity élevée, cette classe d'actifs est généralement sous pondérée par les Caisses de Retraite françaises et de fait, même si elle croît, le marché lui-même n'a pas la profondeur du marché américain et il n'y a pas encore de véritable "marché européen" du Private Equity ce qui n'est évidemment pas le cas des actifs cotés ni de l'immobilier tertiaire qui eux sont beaucoup plus internationaux. La bonne approche consiste peut-être de caper à 3 ou 5 % le Private Equity, actif de valeur, et d'augmenter la proportion d'immobilier résidentiel de 3 à 5 % supplémentaire, en privilégiant les solutions de démembrements moins risquées que l'immobilier résidentiel classique (qui n'est réellement performant que par sa rareté).

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de son auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française.

XX3437 - NOVEMBRE 2019



LA FRANÇAISE

Groupe La Française
128, bd Raspail 75006 Paris - France
Tél. +33 (0)1 73 00 73 00 - Fax +33 (0)1 73 00 73 01
480 871 490 RCS PARIS - www.la-francaise.com