

Performance des caisses de pension
et gérants de fortunes externes :

Allocation d'actifs stratégique vs.
sélection de gérant

Amit Goyal

HEC Lausanne

Sommaire

- Vue d'ensemble de la branche
- Résultats
 - Caisses de pension
 - Gérants de fortune externes
- Remarques conclusives

Cette présentation est basée sur des recherches menées avec Sunil Wahal ("Dimensional Fund Advisors" et Arizona State University) et Jeff Busse (Emory University).

Les plus grandes caisses de pension (2007)

Private

General Motors

118'992

IBM

79'567

General Electric

76'039

Boeing

72'848

AT&T

71'556

Union

Teamsters, Western Conf.

30'158

Teamsters, Central States

19'652

National Electric

13'258

Operating Eng. International

9'116

1199 SEIU National

8'895

Public

California Public Employees

218'214

California State Teachers

149'008

New York State Common

144'289

Florida State Board

124'450

New York City Retirement

114'598

Miscellaneous

University of California

54'433

United Nations Joint Staff

34'419

National Railroad

29'383

Illinois State Universities

15'106

United Methodist Church

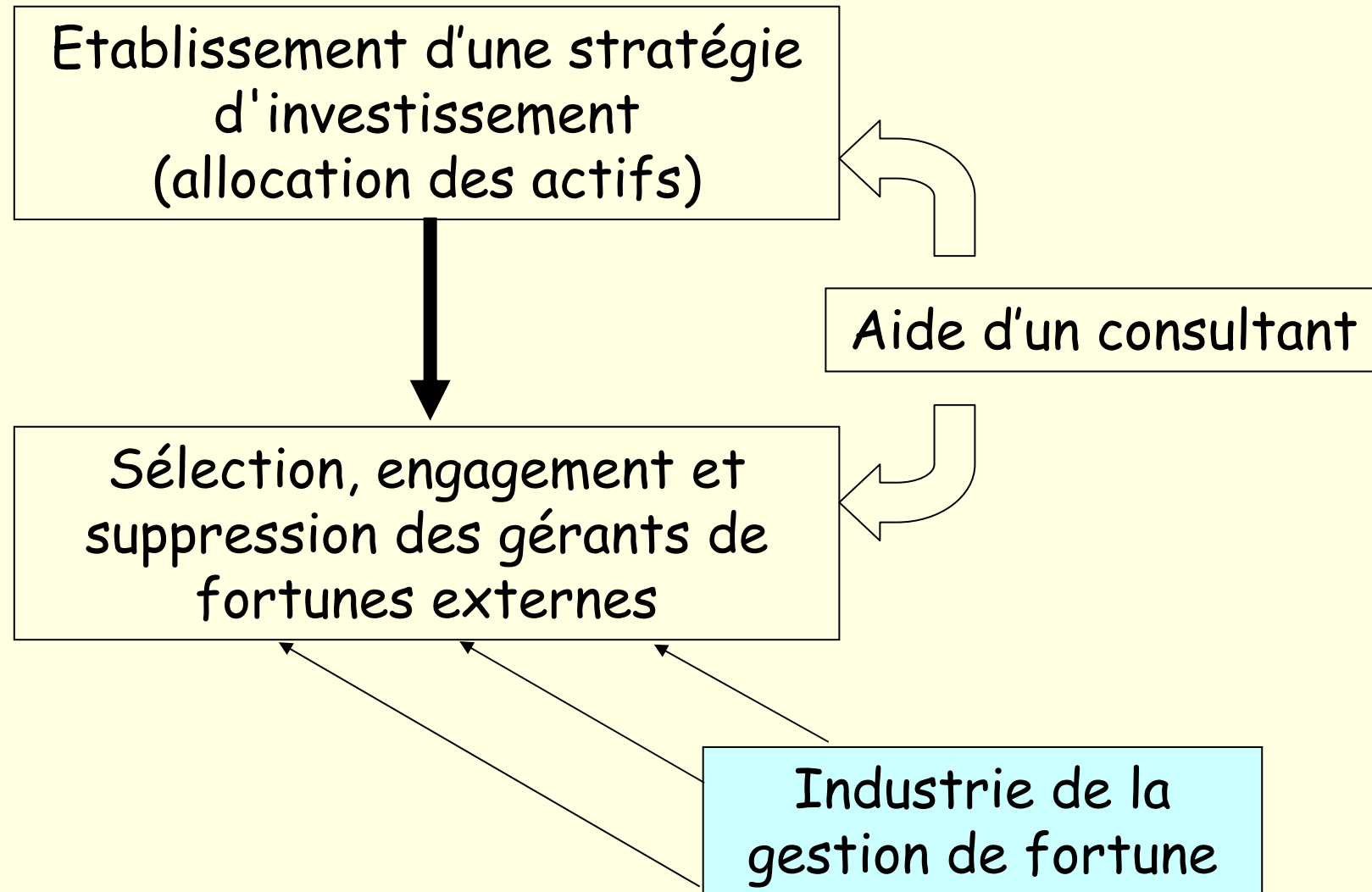
15'096

Actifs en millions de dollars

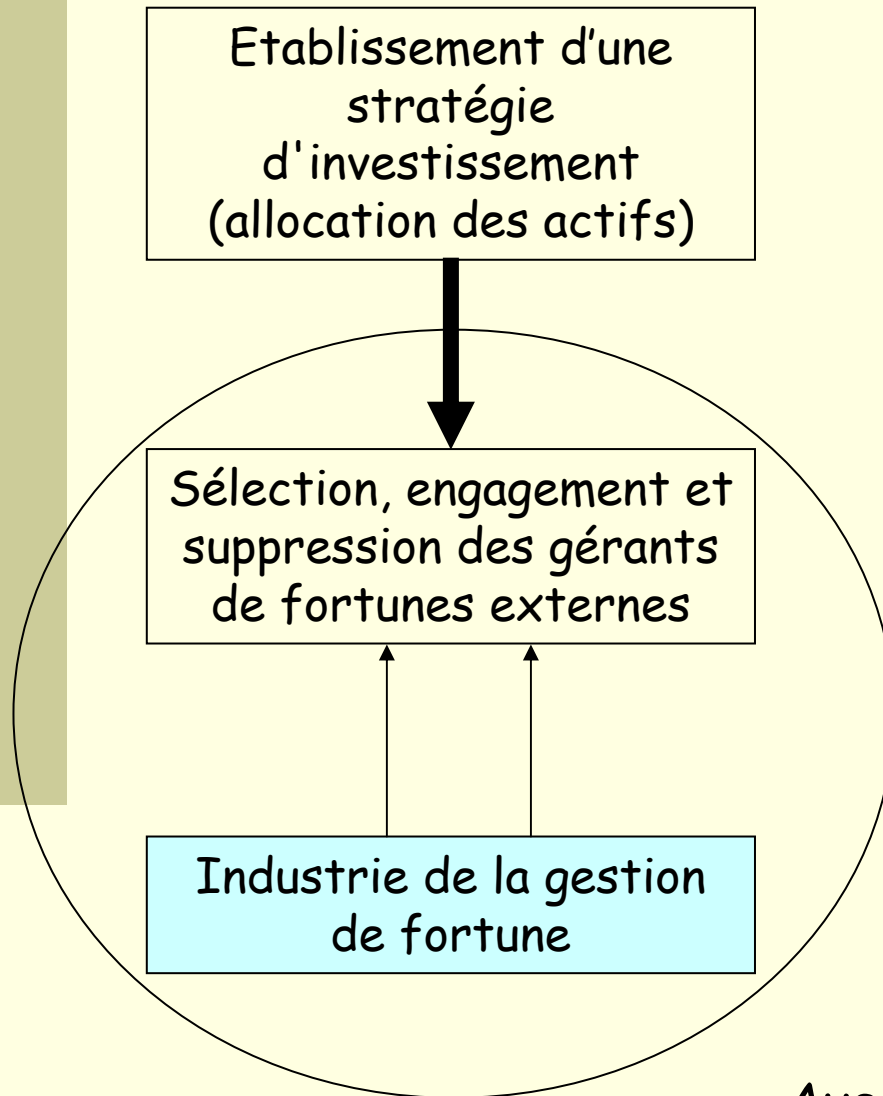
Les plus grands gestionnaires de fortune (2006)

Manager	Assets (\$m)
State Street Global	859,761
Barclays Global	777,292
Fidelity Investments	576,803
Mellon Financial	529,045
Northern Trust Global	446,179
Legg Mason	413,459
TIAA-CREF	370,852
Capital Research	284,878
Vanguard Group	251,478
PIMCO	207,731
BlackRock	201,801
Prudential Financial	192,742
AllianceBernstein Inst'l	186,931
Dodge & Cox	161,793
JPMorgan Asset Mgmt.	159,376

Raison d'être d'une caisse de pension ?



Sources de performance



- Meilleure allocation des actifs
- Meilleure sélection des gestionnaires
- Meilleurs alphas dans la gestion de fortune

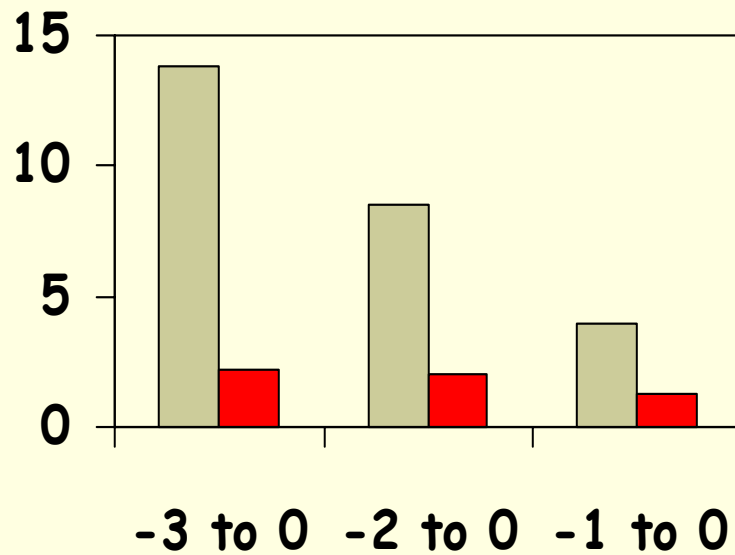
Avec l'aide de consultants

Données utilisées

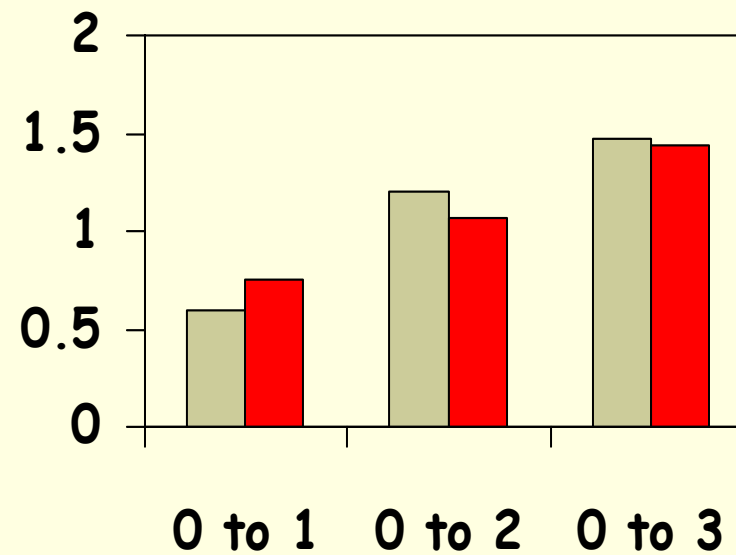
- Information de différentes sources sur les embauches et les congés. Exemples :
 - En mars 1998, CA EES confie à Oppenheimer Capital la gestion active en « value » de l'équivalent d'un milliard de dollars.
 - En novembre 1999, la caisse de pension du corps enseignant de l'Etat de New-York a retiré à Allianz Dresdner un mandat de 347 millions de dollars en actions de petites capitalisations en raison des performances.
- Comparaison des données avec les rendements des gérants de fortune
- Analyse des performances avant et après l'événement (embauche ou congé)

Résultats de la sélection de gérants

Pre-Hiring

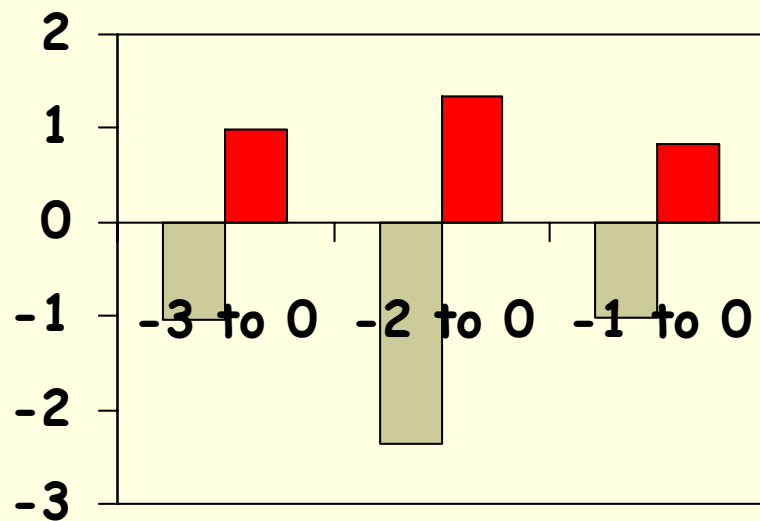


Post-Hiring



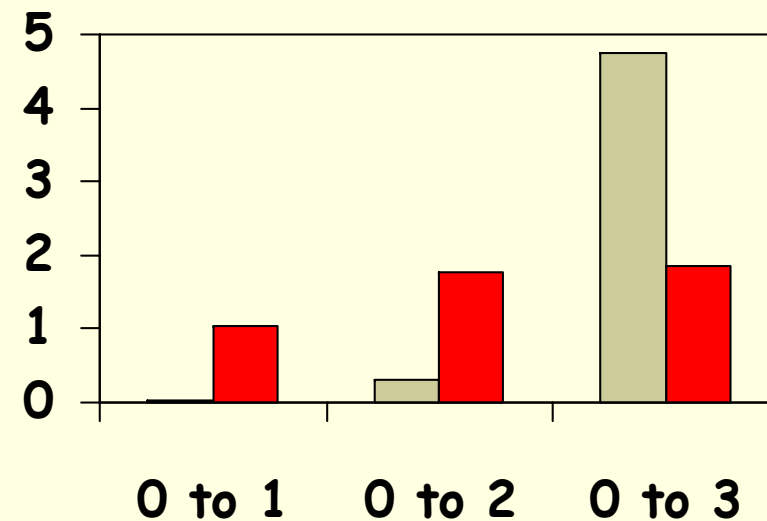
Résultats de la suppression du mandat de gestion

Pre-Firing



■ Excess Return ■ SE

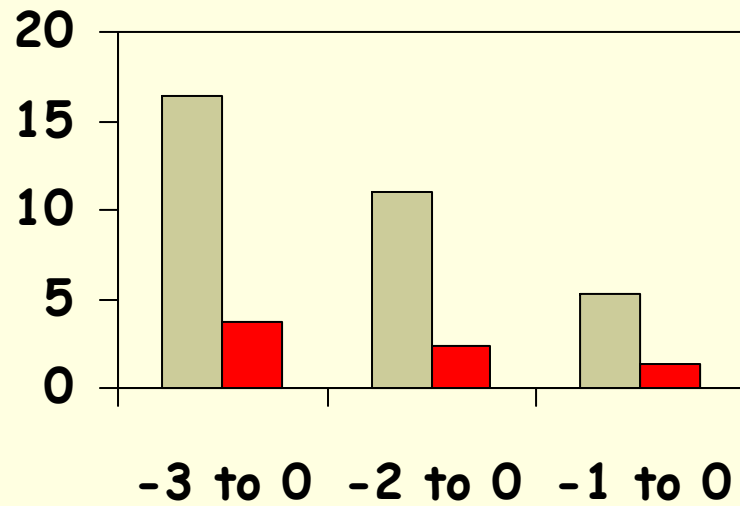
Post-Firing



■ Excess Return ■ SE

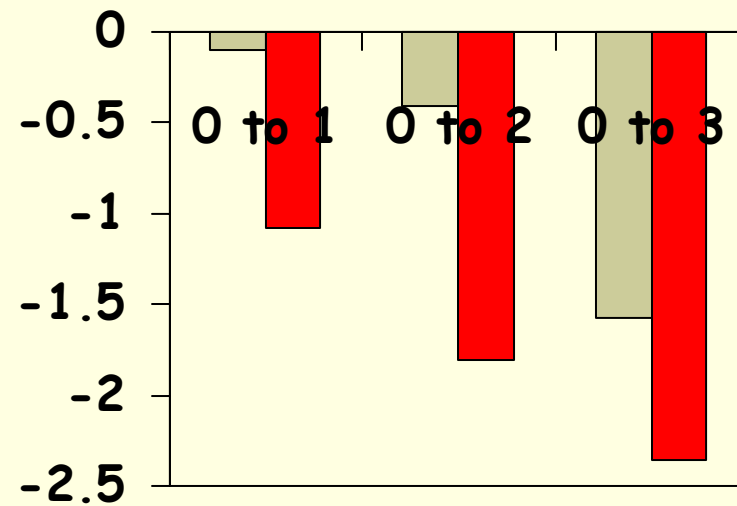
Différences de rendement (embauche-congé)

Pre-Event



■ Excess Return ■ SE

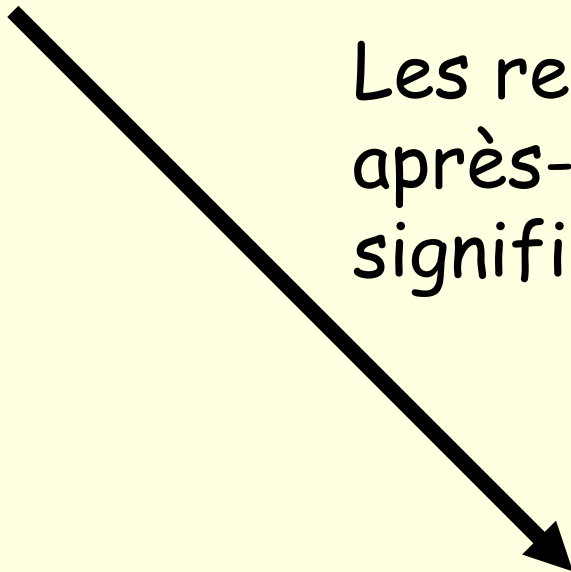
Post-Event



■ Excess Return ■ SE

Conclusion possible ...

Croissance endogène des actifs
(nouveaux apports)



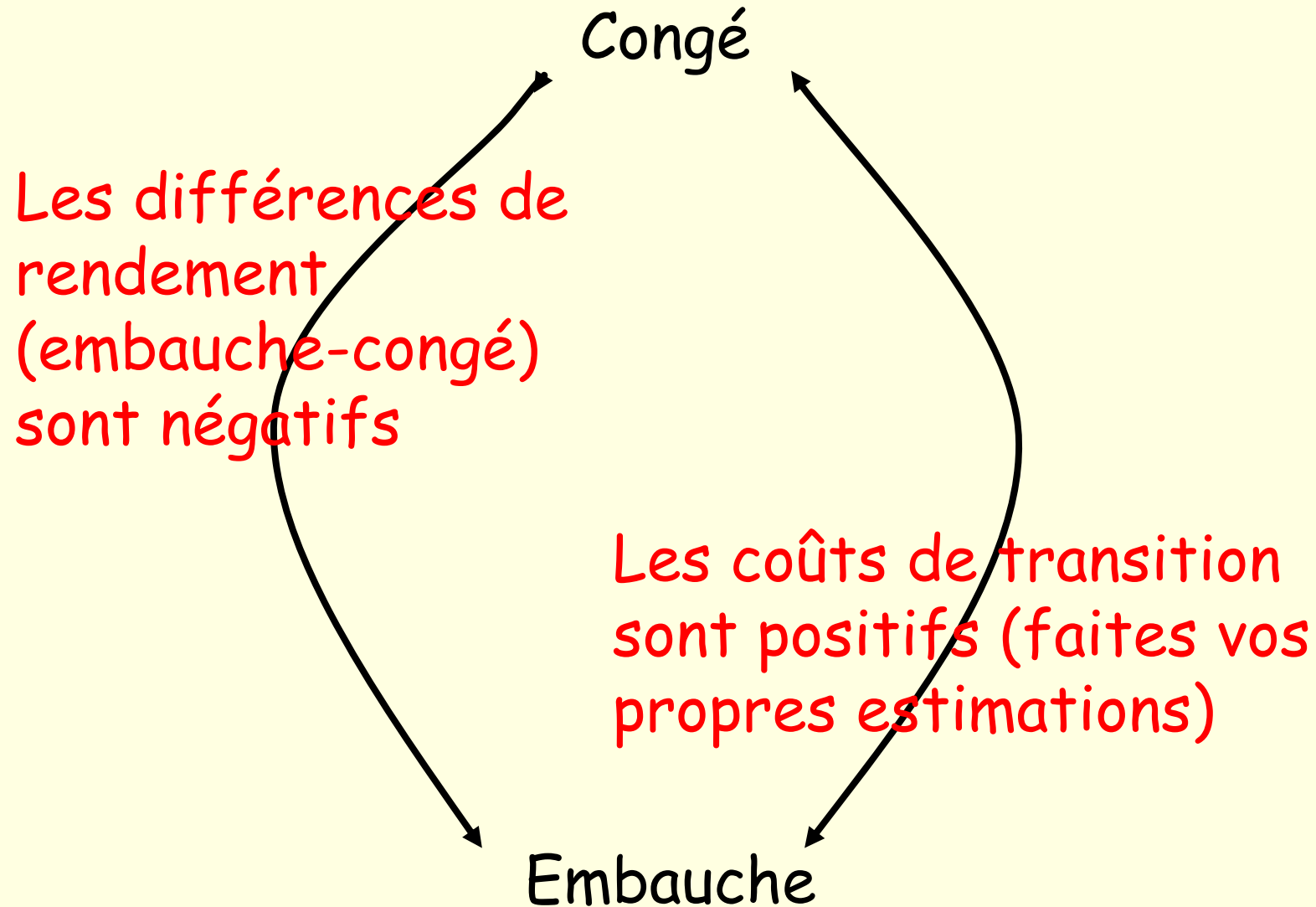
Les rendements supplémentaires
après-embauche ne sont pas
significativement différents de zéro

Les caisses de pension ont-
elles rempli leur mission ?

Embauche

Mais il s'agit de mandats actifs !
Les gérants ont été choisis pour battre les
benchmarks.

Autre conclusion possible ...



Règle de base

- Ce secteur peut-il exister sous sa forme actuelle ?
 - Oui, en raison des coûts d'agence qui sont inhérents à la délégation de la gestion.
 - Ces frictions sont en quelque sorte normales.
- Nous mesurons les coûts.
 - Mettre fin à quelqu'un peut avoir des bénéfices compensatoires que nous ne pouvons guère mesurer.
 - Le prix de la discipline
- En dernière instance, l'analyse coût/bénéfice dépend de chaque intervenant.

Données sur les gérants de fortune

- Rendements trimestriels de 1991 à 2007 d'Informa Investment Solutions (IIS)
- 4282 produits offerts par 1384 sociétés (actions US gérées activement)
 - Pour les actions internationales et les obligations, les travaux sont en cours.

Résultats de performance agrégés

- Les alphas sont inférieurs de 30 points de base par trimestre en moyenne (mais ne sont pas statistiquement significatifs).
 - Les frais réduisent ces chiffres à un niveau proche de zéro.
- On constate une forte variation dans la performance.
 - Les meilleurs sont même capables de produire un alpha de 10% par an. 😊
 - Toutefois, l'on ne peut exclure que ces résultats soient dus à la chance (et non pas à la compétence). 😞

Persistance

- Choisir des gérants de fortune en fonction de leurs performances passées pourrait s'avérer plus intéressant.
 - C'est en tout cas l'un des critères des caisses de pension.
- Notre approche consiste à créer des déciles sur la base du rendement annuel antérieur, à suivre la performance et à voir si elle se confirme.

Résultats de la persistance

Gestionnaires
de patrimoine

Decile	Post-ranking holding period							
	1 st quarter		1 st year		2 nd year		3 rd year	
1	0.55	(1.97)	0.41	(1.68)	0.49	(2.30)	0.14	(0.55)
2	0.41	(1.68)	0.21	(0.87)	0.34	(1.68)	0.12	(0.67)
3	0.25	(1.12)	0.19	(0.86)	0.19	(1.12)	0.14	(0.88)
5	0.13	(0.77)	0.21	(1.26)	0.20	(1.34)	0.08	(0.56)
8	0.10	(0.59)	0.15	(0.82)	0.22	(1.17)	0.13	(0.75)
9	-0.01	(-0.09)	0.16	(1.09)	0.16	(0.76)	0.13	(0.51)
10	0.30	(1.03)	0.31	(1.15)	0.02	(0.06)	0.09	(0.26)
10-1	-0.26	(-0.64)	-0.10	(-0.29)	-0.47	(-1.07)	-0.04	(-0.11)

Règle de base

- Peu d'éléments démontrent une performance plus élevée, même avant frais.
- Le meilleur gérant attire des capitaux des caisses de pension, et dans l'année suivant cet afflux de capitaux, les rendements supplémentaires disparaissent.
 - Les responsables de caisses de pension en quête des meilleurs gérants selon les performances historiques ont intérêt à être conscients - et vigilants - face à ces afflux massifs !

Remarques conclusives (1)

- Les frictions / frais d'agence se manifestent sous forme de chasse à la performance, de mauvaises décisions, de pertes dans les rendements, la quête de l'alpha, etc.
 - Ces frictions font partie intégrante du processus de délégation de la gestion des placements. Elles ne sont pas « mauvaises » en soi.
 - Ces frais sont nécessaires si l'on veut que la délégation de la gestion des placements fonctionne, même si parfois elle ne fonctionne pas.

Remarques conclusives (2)

- Suivre un indice n'est pas donné à tout le monde.
 - De la même manière, produire de l'alpha n'est pas non plus donné à chacun.
- L'allocation des actifs est très importante.
 - Plus de 90 % de la variation des rendements peut être expliqué par l'allocation des actifs.
 - Il importe plus de réussir sa planification stratégique à long terme des investissements que de rechercher les gestionnaires de fortune vedettes.