

Le grand / **DEBAT**



GESTION INSTITUTIONNELLE DIVERSIFICATION ET LIQUIDITÉ AU CŒUR DES PRÉOCCUPATIONS

Option
Finance

- **Riccardo Stucchi**, directeur, Russell Investments France
- **Alain Guelennoc**, directeur général, Federal Finance Gestion
- **Sylvie Malécot**, directeur, Af2i
- **Joël Prohin**, directeur du département de la gestion des placements de la Caisse des Dépôts (CDC) au sein de la direction des gestions d'actifs

Dans un contexte marqué par la crise sanitaire, les investisseurs institutionnels ont mené ces derniers mois une gestion prudente qui s'est traduite par une attention plus grande accordée à la liquidité de leurs investissements. En parallèle, le mouvement en faveur de la diversification des portefeuilles, enclenché il y a plusieurs années déjà, s'est poursuivi. Parmi les actifs favorisés par cette deuxième tendance figurent notamment les actifs alternatifs comme le financement des infrastructures, la dette privée ou encore le capital-investissement, même si les intervenants du Grand Débat d'*Option Finance* ont parfois noté un moindre appétit pour cette dernière classe d'actifs. Autre changement dans les allocations d'actifs : le positionnement des institutionnels sur la courbe des taux a évolué, ces derniers privilégiant les maturités les plus courtes, mais aussi les plus longues au détriment des segments intermédiaires. Ils apprécient aussi davantage les obligations émises par des corporates que les financières. Autre évolution majeure dans les portefeuilles : la décarbonation est en marche et concerne tous les acteurs institutionnels. Enfin, notons que la délégation des portefeuilles institutionnels a de beaux jours devant elle en raison de l'accroissement des investissements dans des actifs de niche. Il n'en demeure pas moins que les investisseurs institutionnels deviennent plus exigeants vis-à-vis de leurs prestataires, notamment en matière de reportings et plus généralement de gestion des données.

DIVERSIFICATION ET LIQUIDITÉ au cœur des préoccupations des institutionnels

■ Une allocation d'actifs qui évolue lentement mais sûrement

L' allocation stratégique des investisseurs institutionnels a-t-elle évolué depuis le début de la crise sanitaire ?

Sylvie Malécot, directeur de l'AF2i : Les éléments d'information de l'AF2i se fondent sur l'enquête annuelle réalisée auprès des membres, ce qui nous permet de constater

les évolutions à court terme et à long terme. Son périmètre porte sur 70 institutionnels qui sont membres de l'AF2i pour un montant d'encours sous gestion de 2 400 milliards d'euros. Elle est donc représentative du marché français. Le premier constat réalisé est que les allocations bougent peu car il s'agit de très gros portefeuilles, certains sont même des « paquebots », par conséquent les mouvements

sont menés avec une certaine lenteur. Nous pouvons quand même noter trois évolutions durant l'année 2020. Pour la première fois, la poche obligataire au sens large est passée sous la barre des 70 % (à 69,6 %). La réduction sur une base annuelle est réduite, mais elle est continue depuis plusieurs années. Il ne faut pas oublier qu'en 2020, les taux d'intérêt ont encore diminué ;

de ce fait, l'effet valorisation a été plutôt positif sur le niveau d'encours, les réallocations sont ainsi plus importantes qu'il n'y paraît. Le deuxième élément à souligner concerne les actifs de diversification. Depuis trois ans, nos enquêtes montrent que les institutionnels ont l'intention d'augmenter leurs investissements dans les infrastructures et dans la dette privée, mais les encours en termes de pour-



Avec de gauche à droite
et de haut en bas :

RICCARDO STUCCHI,
directeur, Russell Investments
France

SYLVIE MALÉCOT,
directeur, Af2i

ALAIN GUELENNOC, directeur
général, Federal Finance
Gestion

JOËL PROHIN, directeur du
département de la gestion
des placements de la Caisse
des Dépôts (CDC) au sein de la
direction des gestions d'actifs

centage étaient relativement stables. Cependant, en 2020, nous constatons des mouvements réels sur ces actifs. Sur la dette privée, la part dédiée est passée en moyenne de 2 à 3,3 % et sur les infrastructures de 1 à 1,8 %. Ces pourcentages sont minimes, mais chaque point de pourcentage représente 24 milliards d'euros. Une progression de 1,3 % correspond à 30 milliards d'investissement en dette privée et les investissements consentis ressortent à un peu de plus de 20 milliards dans les infrastructures. En matière de perspectives, les institutionnels ont déclaré vouloir poursuivre en 2021 leurs investissements sur ces actifs. Par contre, nous notons un changement dans le domaine du capital-investissement : alors que celui-ci arrivait en troisième position dans les intentions depuis plusieurs années, il a été supplanté cette

année par les actions cotées. C'est principalement le fait des entités réglementées, sollicitées pour les plans de relance à venir.

Joël Prohin, directeur du département de la gestion des placements de la Caisse des Dépôts (CDC) au sein de la direction des gestions d'actifs : Pour la Caisse des Dépôts et dans le prolongement des propos de l'AF2i, nous pouvons souligner notre intérêt croissant pour la dette privée, le capital-investissement, l'immobilier et plus généralement les actifs illiquides. La Caisse des Dépôts est présente depuis le début sur ces classes d'actifs et peut confirmer aussi qu'il faut du temps pour mettre en place ces investissements. Les chiffres de l'AF2i intègrent les actifs au bilan des investisseurs institutionnels alors que d'autres

enquêtes faisaient référence aux engagements. Un engagement dans un fonds de dette, de capital-investissement, etc. prend du temps à se traduire en investissement réel dans les bilans car les gérants lèvent

Des investissements massifs dans la dette privée et les infrastructures en 2020.

d'abord du capital qu'ils placent ensuite après analyse de chaque projet. Il existe donc un temps de latence entre les intentions indiquées, qui correspondent à des engagements fermes, et leur traduction dans le bilan

des institutionnels. Ce temps de latence est parfois sous-estimé. De même, comme cela a été souligné, les investisseurs institutionnels possèdent des bilans très importants, les évolutions sont donc très progressives. Pour autant, même une faible proportion investie peut correspondre à des sommes élevées. En ce qui concerne spécifiquement la CDC – qui gère l'essentiel de ses actifs en interne –, nous exprimons effectivement le souhait de nous renforcer encore dans les actifs illiquides en termes de millions d'euros, mais non en termes de pourcentage de l'allocation d'actifs. La CDC est dans une situation singulière dans le sens où nous sommes récipiendaires de 60 % de la collecte dans les livrets réglementés. En 2020, nous avons fortement collecté dans le Livret A, mais nous ne savions pas si les ménages

français, une fois la crise sanitaire passée, allaient désinvestir massivement leur épargne forcée pour consommer ou s'ils allaient la laisser durablement sur les livrets. Dans une optique de prudence, nous avons préféré investir une partie des sommes collectées dans du monétaire ou de l'obligataire court terme. Enfin, notons que les investisseurs institutionnels mais aussi les membres de la Fédération française de l'assurance (FFA) ont été sollicités pour participer au plan de relance ; la Caisse des Dépôts s'est positionnée pour y contribuer et l'a fait à hauteur de 10 % s'agissant du programme « Assureurs - Caisse des Dépôts Relance Durable France ». Ce dernier s'appuie notamment sur des fonds investis dans du non-coté, qu'il s'agisse de participation en capital ou de dettes. A titre d'exemple, les

Les fonds relance durable France d'un montant de 2,3 Md€ ont été lancés très rapidement au printemps 2020 afin de répondre à la crise.

fonds relance durable France pour un montant de 2,3 milliards d'euros ont été lancés très rapidement puisque cela s'est fait au printemps 2020 afin de répondre à la crise. Ils étaient surtout investis en capital, en dette aussi, sur des thèmes comme le tourisme ou la santé. Ils ont été prolongés cette année par des prêts participatifs « relance » et des obligations

Alain Guelennoc, directeur général de Federal Finance Gestion : Nous gérons les actifs

du fonds en euros Suravenir qui appartient, tout comme Federal Finance Gestion, au groupe Crédit Mutuel Arkéa. En ce qui concerne cette compagnie d'assurances, la part obligataire n'est pas encore descendue sous la barre des 70 %. Elle est toujours supérieure, mais il est vrai qu'elle se réduit d'une année sur l'autre de façon très progressive, en perdant de l'ordre de 1 à 2 % par an. Au sein de cette poche obligataire, la partie à haut rendement, essentiellement à travers des titres européens notés en catégorie high yield (HY), a tendance à augmenter et cela depuis plusieurs années. Parallèlement à cette diminution continue des obligations, nous avons investi dans les actifs non cotés en privilégiant la dette privée, principalement celle émise par les entreprises, mais aussi celle liée aux infrastructures et à l'immobilier. Ces investissements ont augmenté en 2020 et en 2021. En revanche, nous approchons d'un seuil dans ce domaine car contrairement à d'autres acteurs institutionnels, Suravenir affiche une décollecte sur les fonds en euros au profit des unités de compte (UC), ce qui est d'ailleurs plutôt positif. Nous nous situons donc dans une phase de stabilisation de l'encours dans la dette privée. De plus, nous nous préoccupons de la liquidité des fonds en euros ; par conséquent, nous avons réduit nos placements en capital-investissement et préférons investir dans des actions cotées qui sont très liquides. Nous souhaitons en effet garder de la liquidité dans les fonds en euros pour faire face à d'éventuels rachats.

Riccardo Stucchi, directeur de Russell Investments France : La tendance est très forte en faveur des actifs privés. Si nous considérons les statis-

RUSSEL INVESTMENTS FRANCE

DONNÉES CLEFS SUR LA GESTION INSTITUTIONNELLE

- **Effectifs spécialisés en gestion institutionnelle (analystes et gérants) :** 233 personnes
- **Encours sous gestion dans la gestion institutionnelle et pourcentage des encours globaux :** 134,7 milliards d'euros au 31/03/2021 soit près de 50 % des encours globaux
- **Historique de performance sur les fonds phares à destination de la clientèle institutionnelle :**
 - Russell Investments Multi-Asset Growth Strategy : performance YTD au 31 juillet 5,70 % et sur un an 13,25 % ;
 - Russell Investments World Equity Fund : YTD au 31 juillet 20,09 % et sur un an 37,85 %
- **La philosophie d'investissement en quelques mots :** architecture ouverte, recherche de performance, de maîtrise des risques et d'une réduction des coûts

tiques de l'Association CAIA et de Prequin, entre 2020 et 2025, la hausse est estimée à 9,8 % au niveau mondial. Le marché global ressort aujourd'hui à 10 700 milliards de dollars et devrait atteindre ainsi les 17 000 milliards en 2025. La croissance est indiscutable. Les assureurs ont besoin à la fois de trouver du rendement et de contrôler la volatilité de leur portefeuille pour des raisons comptables et réglementaires. Le capital-investissement est l'une des classes d'actifs les plus demandées à ce titre. Sa croissance attendue est de l'ordre de 106 % entre aujourd'hui et 2025, il est suivi par la dette privée qui devrait progresser sur la période de 72 %. De son côté, la dette privée a l'avantage par rapport au capital-investissement de réduire la charge en capital. Il est intéressant à ce titre de constater que les assureurs qui disposent d'une marge de solvabilité conséquente, à savoir supérieure à 200 %, peuvent se permettre d'investir dans le capital-investissement

et d'obtenir des rendements élevés. En revanche, ceux dont la marge est réduite s'orientent davantage vers la dette privée et essaient d'optimiser le coût en capital réglementaire. La Covid a peut-être ralenti cette tendance au développement des actifs non cotés dans la mesure où un besoin plus fort de liquidité s'est fait sentir, en particulier en ce qui concerne les actions. Mais il ne faut pas oublier que dans le monde assurantiel, la problématique principale reste celle de parvenir à générer du rendement sur les fonds en euros à travers de la diversification.

Quels changements ont été constatés dans la poche obligataire ?

Sylvie Malécot : La recherche de liquidité a été clé en 2020. Nous l'avons vu sur la partie court terme de l'allocation qui est déjà très liquide. La trésorerie a été renforcée et dans le cas particulier des entités réglementées, la recherche de



« La tendance est très forte en faveur des actifs privés. Si nous considérons les statistiques de l'Association CAIA et de Preqin, entre 2020 et 2025, la hausse est estimée à 9,8 % au niveau mondial. »

RICCARDO STUCCHI

DIRECTEUR DE RUSSELL INVESTMENTS FRANCE

liquidité les a aussi conduits à investir dans des bons du Trésor. La dette émergente reste anecdotique dans la poche obligataire puisqu'elle ressort en moyenne à 1 %, les acteurs les plus impliqués qui sont les caisses de retraite et de prévoyance grimant à 2,2 % et les compagnies d'assurances y consacrant seulement 0,4 %. Dans la poche obligataire, il y a toujours une part importante d'emprunts d'Etat pour des raisons de liquidité, mais aussi parce que les institutionnels peuvent de cette façon aller chercher de la durée sur du très long terme avec un niveau de sécurité élevé. Les emprunts d'Etat représentent ainsi 55 % des portefeuilles obligataires. Par contre, sur la partie emprunt privé, la tendance à l'inversion entre la proportion de dettes financières et non financières, initiée depuis cinq ans, s'est poursuivie. Auparavant, il y avait davantage de financières en portefeuille que de corporate, du fait des niveaux de rating (notation) et de liquidité. Mais dorénavant, le gisement de corpo-

rate est devenu plus important sur le HY et sur l'investment grade (IG). Aujourd'hui, l'AF2I recense 22 % de titres corporate non financiers zone euro dans les portefeuilles. Et la tendance à l'accroissement se confirme au fil du temps. J'aimerais ajouter que sur la partie obligataire la part des ETF a baissé significativement en 2020. Celle-ci représentait 10 à 12 % sur la partie souveraine comme corporate et elle est tombée sous les 5 % en lien certainement avec le besoin de cession d'actifs liquides au premier semestre. De son côté, la gestion indicielle représentait environ 16 % des actions et est passée l'an dernier à 18 %.

Alain Guelennoc : Je confirme totalement ce phénomène. Nous avons privilégié sur la partie obligataire la recherche de rendement plutôt que la réplique d'indices pour des raisons objectives. Les rendements sont devenus nuls ou négatifs sur les titres notés IG. Sur la partie actions, la gestion active est utilisée pour mettre en place une couverture bien

précise de nos positions, même si celle-ci est ensuite réalisée de façon indicielle.

Sylvie Malécot : Nous avons constaté un autre mouvement en 2020 qui prolonge celui de 2019 sur les portefeuilles. Il porte sur la courbe des taux d'intérêt. La part des durations intermédiaires, à savoir 5-7 ans et 7-10 ans, a eu tendance à diminuer au profit des durations plus courtes et des durations plus longues. Le développement de la partie à court terme s'explique par un effet de « buy & hold » : les titres qui avaient cinq ans il y a deux ans possèdent aujourd'hui une maturité de trois ans et ont été conservés car les rendements sont attractifs au regard des émissions nouvelles. Les investisseurs préfèrent ainsi porter les titres jusqu'à l'échéance. Concernant la partie la plus longue, les investisseurs l'utilisent dans leur recherche de rendement. Les titres d'Etat sur la dette française étaient positifs au-delà du 12 ans en 2020. Ils ont aussi investi sur des titres à très long terme à travers

des obligations indexées sur l'inflation. Le dernier segment sur lequel ils investissent à long terme est celui des « green bonds ». En effet, les émetteurs de grande qualité dans ce domaine sont des Etats ou des organismes supranationaux qui émettent à très long terme.

Alain Guelennoc : Il est vrai que nous avons augmenté la part des maturités longues car les titres d'Etat payaient bien en 2020 et début 2021. Nous avons profité de la hausse des taux d'intérêt en début d'année pour rallonger les titres d'Etat en portefeuille. Nous avons aussi verdi les portefeuilles. Dans ce cadre, il s'agit d'une tendance de fond. Par contre, en ce qui nous concerne, nous n'avons pas investi sur des titres indexés sur l'inflation compte tenu des niveaux de « break-even » (ou point mort d'inflation). Le coût de ces actifs est trop élevé en termes de portage par rapport à nos anticipations d'inflation. Ces investissements auraient atténué le rendement global du portefeuille, qui constitue notre priorité.

Quelles conséquences tirez-vous des débats autour de l'inflation ?

Sylvie Malécot : Nous avons interrogé les institutionnels à ce sujet et avons été surpris du caractère consensuel des réponses. A un horizon de trois ans, ils considèrent majoritairement (à 58,5 %) que l'inflation devrait atteindre l'objectif fixé par la Banque centrale européenne (BCE) et à 41,5 % que l'inflation devrait être stable, mais à un niveau inférieur à 1 %. Pour eux, il n'y aura clairement pas d'emballlement de l'inflation. Nous leur avons aussi demandé si la protection contre l'inflation avait été renforcée. La réponse est positive pour seulement 24 % d'entre eux, ces derniers ayant utilisé des obligations indexées contre l'inflation et de l'immobilier comme protection.

Joël Prohin : La CDC est particulièrement concernée par les obligations indexées sur

l'inflation car une part significative de notre passif est constituée de dépôts réglementés (Livret A, LDDS) dont la formule est indexée toujours en grande partie sur l'inflation, nous sommes donc très attentifs à l'évolution de l'inflation. De ce fait, nous possédons

L'objectif de 2 % d'inflation de la BCE est jugé totalement crédible par les institutionnels.

une partie significative de nos encours, près de 20 %, en obligations indexées sur l'inflation. Nous partageons totalement le consensus de l'AF2i dans le sens où nous constatons des soubresauts temporaires en matière d'inflation, mais sur le long terme, nous n'envisageons pas d'emballlement qui proviendrait par exemple de

l'instauration d'une boucle prix/salaire. Il y aura peut-être ponctuellement des hausses de salaires, mais elles seront localisées et limitées. Ainsi, après un pic conjoncturel en 2021, lié aux prix des matières premières, l'inflation devrait diminuer. L'objectif de 2 % de la BCE est totalement crédible et nous anticipons même que celle-ci restera durablement entre 1 et 2 %.

Riccardo Stucchi : Si nous considérons les points morts d'inflation à cinq ans aux Etats-Unis, qui constituent un indicateur avancé de ce qui se passe en Europe, les anticipations se situent à 2,17 %, ce qui semble raisonnable. L'inflation devrait rester contenue entre 1 et 2 % aux Etats-Unis sur un horizon de moyen-long terme, il en va de même pour les taux d'intérêt. Les salaires horaires aux Etats-Unis ont augmenté de 3 % au mois de juin contre 4 % précédemment. La dynamique des salaires est donc contrôlée. Tous les indicateurs semblent

confirmer aussi en Europe que ni l'inflation, ni les taux d'intérêt ne devraient augmenter de façon structurelle. Par ailleurs, il existe une classe d'actifs qui peut être intéressante dans un tel contexte à savoir les taux variables. Ils ont eu un certain succès en début d'année quand les taux d'intérêt ont commencé à monter. C'est une classe d'actifs qui a du sens dans une logique de désensibilisation par rapport aux taux d'intérêt. De plus, elle permet de trouver des émetteurs notés en catégorie IG ou HY qui offrent du rendement. Ils sont intéressants actuellement car le taux de défaut devrait rester stable à court terme. Il ne commencera à constituer un problème que lorsque le soutien des gouvernements commencera à s'estomper.

Joël Prohin : Les taux variables sont effectivement intéressants sur le crédit. Nous investissons sur ce type d'actifs dans le cadre de considérations actif/passif. Par rapport au taux



La recherche de liquidité a été clé en 2020. Nous l'avons vu sur la partie court terme de l'allocation qui est déjà très liquide. Elle a aussi conduit les institutionnels à investir dans des bons du Trésor. »



SYLVIE MALÉCOT

DIRECTEUR, AF2I



AF2I

DONNÉES CLEFS SUR LA GESTION INSTITUTIONNELLE

■ **Encours sous gestion institutionnelle** : L'AF2i est l'association la plus représentative du monde institutionnel européen avec 79 membres actifs, entreprises et institutions, gérant plus de 3 000 milliards d'euros d'actifs, quel que soit leur métier (assurance, retraite, prévoyance, mutuelle de santé, fonds de dotation, fondation, association, entité publique ou institution spéciale, entreprise à statut spécifique, etc.).

■ **Philosophie d'investissement** : le souci d'une gestion à long terme des capitaux permanents

de défaut, la véritable question est celle qui vient d'être posée : une fois les plans de soutien de l'Etat disparus ou diminués, que va-t-il se passer ? Il me semble que nous avons des raisons d'être raisonnablement optimistes. Cela ne signifie pas qu'il n'y aura pas de défauts, il faut s'y attendre. Nous étions habitués avant la crise sanitaire à des taux de défauts historiquement bas ; une légère augmentation, même dans un cycle économique normal, n'aurait pas été incongrue. Je ne pense pas néanmoins que nous atteindrons les taux observés lors de la grande crise financière de 2008/2009, notamment car un certain nombre de mécanismes ont été prévus pour soutenir les entreprises. En France, nous sommes bien placés dans ce domaine avec les plans de relance. Les prêts participatifs et les obligations « relance » ont été dessinés pour répondre à ce besoin de financement. Des encours importants ont été ouverts. Pour le moment, nous constatons que les entreprises ne se précipitent pas pour les prendre car fondamentalement elles n'en ont pas un besoin très urgent. Est-ce que ces besoins vont devenir plus importants dans les prochains mois ? C'est

possible. Une autre façon de résoudre la sortie de la crise relève des fusions et acquisitions. Nous pouvons anticiper une phase substantielle de recomposition du capital d'un certain nombre d'entreprises afin de pallier le risque de défaut, ou du moins en partie. Dans ce cadre, nous pouvons comprendre que les spreads se tiennent relativement bien et cela d'autant plus qu'il y a un certain nombre d'entreprises qui, par précaution, ont anticipé leurs besoins financiers en levant du capital. Le mur de la dette pour certaines s'est éloigné, ce qui est positif.

Qu'en est-il plus spécifiquement du HY ou de la dette privée ? Les taux de défaut ne vont-ils pas augmenter significativement ?

Sylvie Malécot : En effet, dans le HY et la dette privée, les taux de défaut pourraient davantage augmenter. Notre enquête montre une différence fondamentale entre les gros investisseurs, ceux qui possèdent des portefeuilles très conséquents et qui disposent de procédures strictes de due diligence et les acteurs de taille plus petite (avec

moins de 20 milliards d'actifs sous gestion). Ces derniers utilisent des produits de marché sur le HY et la dette privée davantage que des fonds dédiés. Ils sont relativement inquiets par rapport à ce qu'ils vont découvrir dans certains véhicules dans lesquels ils ont investi. Sur la dette privée, il y a eu un afflux très rapide de capitaux, certains gérants ont peut-être sourcé des projets un peu rapidement. Les investisseurs craignent donc de découvrir d'ici quelques semaines ou quelques mois, lorsque les soutiens publics diminueront, qu'il y a eu des investissements sur des entreprises zombies qui étaient déjà fragiles avant la crise Covid. Ce phénomène est probablement ce qui a freiné un certain nombre d'acteurs avec des encours inférieurs à 20 milliards dans leur déploiement massif sur le HY et la dette privée. Ils ont été plus lents dans leur processus car ils n'ont pas la logistique pour bien évaluer les fonds.

Joël Prohin : Sur la dette privée, il existe une prime d'illiquidité, qui peut varier. Il existe aussi parfois une prime liée à la taille plus petite des acteurs. Il serait illusoire de penser qu'il est possible de capter l'intégralité de ces primes sans pour autant qu'elles ne génèrent aucun risque. Sur un fonds de dette qui possède une espérance de rendement de 5 % avant risque, le rendement final ne sera pas de 5 %. Il est logique qu'il y ait des défaillances. La sélection que nous devons opérer en tant qu'investisseur institutionnel relève du choix de sociétés de gestion qui ont la capacité de gérer et de monitorer les risques de façon appropriée afin que le coût du risque soit équivalent à ce que nous attendons. A titre d'exemple, 60 points de base par an sur une période de cinq ou six ans correspondent à un

ou deux défauts dans un fonds suffisamment granulaire. Ces défauts ne posent alors pas de problème.

Riccardo Stucchi : D'un point de vue statistique, le taux de défaut est de l'ordre de 2 à 3 % au niveau européen. Il a été plus proche de 2 % jusqu'à présent et il est destiné à augmenter. Il est intéressant de noter que cette hausse sera certainement plus élevée sur la dette privée que sur le HY et sur le crédit IG du fait du manque de liquidité. Deux aspects doivent donc être pris en considération. Le premier concerne l'analyse, la sélection en amont, la capacité à faire du sourcing, à choisir des dossiers solides avec des covenants (garanties) qui protègent véritablement les investisseurs. Nous savons que ces derniers ont été dilués, allégés avec le temps, mais maintenant la tendance est inverse, ils doivent être renforcés. Par ailleurs, nous considérons que le marché secondaire va se développer, il va s'ouvrir, s'intensifier en raison du développement de la dette dite « distress ». Celui-ci constitue une opportunité pour les acteurs en quête de rendement et pour ceux qui ont besoin de liquidité et donc de sortir de certains de leurs investissements. Un marché secondaire va émerger comme dans le domaine du capital-investissement.

Sylvie Malécot : Il faut aussi souligner, et cela peut nous rassurer par rapport aux risques de défaut, que les investisseurs abordent maintenant le financement des entreprises dans une optique fondamentale et de long terme. Nous n'avons pas encore évoqué un élément qui devient maintenant crucial dans tous les investissements : la dimension ESG. Aujourd'hui,



« Nous sommes passés d'une gestion ESG sous contrainte à une gestion active où nous essayons de mesurer l'impact de toutes nos décisions d'investissement. »

ALAIN GUELENNOC

DIRECTEUR GÉNÉRAL, FEDERAL FINANCE GESTION

L'ESG n'est plus une question. Nous avons longtemps raisonné uniquement par rapport à la notion de rendement. Depuis la dernière grande crise financière de 2008, le risque est devenu un élément central en matière de gestion. Maintenant, toute gestion institutionnelle intègre trois dimensions : le rendement, le risque et l'ESG

ou l'extra-financier. Cela a un avantage : les entreprises doivent afficher, communiquer sur leur politique extra-financière, ce qui conduit les investisseurs à adopter une vision à moyen/long terme de leurs placements. Ils s'intéressent aux process des entreprises, à leur stratégie en matière d'émissions de carbone et plus

généralement à la durabilité de leur modèle de développement. Aujourd'hui, tous les acteurs institutionnels intègrent l'ESG, certains sont plus en avance que d'autres, mais aucun ne fait l'impasse sur ces sujets.

La prise en compte systématique de l'ESG conduit-elle à des réallocations ?

Alain Guelennoc : L'ESG est en effet maintenant incontournable. Nous utilisons l'ESG depuis plusieurs années. Nous sommes passés d'une stratégie où le gérant regardait simplement une notation à une stratégie où le gérant, pour chaque investissement, mesure l'impact carbone en termes de trajectoire. Notre assureur nous demande d'améliorer le bilan carbone de son portefeuille, par conséquent chaque investissement est mesuré pour son intérêt financier, mais aussi dans cette perspective. Est-ce que l'investissement réalisé permet d'améliorer le bilan carbone du portefeuille ? Si c'est non, le rendement généré est-il suffi-

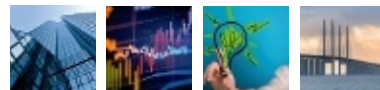
samment élevé pour envisager cet investissement ? Faut-il en contrepartie réduire une autre ligne ? Nous discutons avec l'assureur de tous ces éléments. Nous sommes passés d'une gestion ESG sous contrainte à une gestion active où nous essayons de mesurer l'impact de toutes nos décisions d'investissement. Cela complexifie nos missions, mais les enrichit également. Nous avons, en effet, dû modifier nos manières de travailler, adapter nos bases de données, complexifier notre process de gestion. Il s'agit d'un grand progrès pour nos métiers.

Joël Prohin : La prise en compte de l'ESG est en effet systématique depuis longtemps à la Caisse des dépôts. Elle n'a donc pas conduit à des réallocations récentes de grandes masses. Nous prenons en compte les risques climatiques dans la modélisation actif/passif, sans que cela ne change significativement le poids relatif des actions, des obligations ou de l'immobilier dans notre portefeuille. Nos stratégies ESG commencent à avoir un impact

FÉDÉRAL FINANCE GESTION

DONNÉES CLEFS SUR LA GESTION INSTITUTIONNELLE

- **Effectifs spécialisés en gestion institutionnelle (analystes et gérants) :** 10
- **Encours sous gestion dans la gestion institutionnelle et pourcentage des encours globaux :** 67 %
- **Historique de performance sur un des fonds phares à destination de la clientèle institutionnelle :**
 - Federal Euro Aggregate 3-5 ESG, performance YTD au 31 juillet 2021 : - 0,04 % contre 0,19 % pour l'indice, performance sur un an au 31/07/2021 : 1,11 % contre 1,06 % pour l'indice
- **La philosophie d'investissement en quelques mots :** approche fondamentale et intégration de critères extra-financiers (ESG)



sur nos choix sectoriels. Nous affichons une sous-pondération structurelle par rapport au secteur gaz et pétrole en lien avec la lutte contre le réchauffement climatique. Ce secteur est

En matière de climat, les institutionnels se situent dans une logique de transition. Ils cherchent davantage à accompagner les entreprises qu'à les exclure.

maintenant particulièrement vulnérable, il suffit de constater la diminution de son poids relatif dans les indices pour s'en rendre compte. Pour autant, nous ne souhaitons nous retirer d'aucun secteur afin de ne pas nous retrouver avec des portefeuilles qui ne reflètent pas l'économie telle qu'elle est à un moment donné. Notre politique

ESG a surtout un impact dans le choix des acteurs. Nous souhaitons choisir les bons acteurs et surtout accompagner les entreprises dans la bonne direction afin qu'elles mènent leur transition. Nous parvenons à ce titre de plus en plus souvent à faire aussi de l'engagement vis-à-vis des émetteurs sur lesquels nous investissons uniquement en dette. L'engagement ne se limite pas à notre activité en tant qu'actionnaire, il est également une réalité dans notre activité de prêteur via nos autres métiers dont la banque des territoires.

Sylvie Malécot : Les institutionnels se situent en effet dans une logique de transition. Il ne s'agit pas de décarboner brutalement les portefeuilles. Cela n'aurait aucun sens d'un point de vue financier. Au contraire, nous devons accompagner les entreprises. En ce qui concerne les priorités actuelles des inves-

tisseurs institutionnels en matière d'ESG, depuis 2020, la priorité numéro un est celle du climat avec l'objectif de contenir la hausse des températures à deux degrés. La deuxième priorité relève de l'investissement dans des actifs à bas carbone. Et phénomène nouveau depuis 2020 : la préoccupation sociale gagne en importance. Celle-ci se situe maintenant au même niveau que la lutte contre le réchauffement climatique, ce qui n'est pas surprenant compte tenu du contexte actuel.

Riccardo Stucchi : La généralisation de la méthode « best in class » peut constituer une fierté pour l'industrie française. La récompense de l'effort consenti par les entreprises semble prendre le dessus sur l'exclusion qui est utilisée dans les pays anglo-saxons et dans le nord de l'Europe. Concernant les critères ESG, les travaux ont bien avancé sur la dimen-

sion environnementale. En revanche, sur la partie sociale ou plus généralement sociétale, nous constatons une diversité des objectifs et des méthodes selon les maisons de gestion qu'il s'agisse de l'emploi des jeunes ou des catégories à protéger... Nous allons certainement tendre à terme vers une harmonisation. Quoi qu'il en soit dans ce domaine aussi, la France est en avance par rapport à de nombreux pays. Ma dernière remarque concerne la méthodologie à utiliser afin d'intégrer l'analyse financière et l'analyse ESG. Beaucoup de maisons essaient de les intégrer au sein d'une même équipe. Il s'agit d'une avancée importante pour permettre le développement de process qui s'appuient sur la notion de matérialité. L'analyse extra-financière est importante, mais elle doit aussi contribuer à la recherche de rendement et/ou à la diminution du coût du risque.

Un renforcement des relations avec les sociétés de gestion

La tendance est-elle à l'accroissement de la délégation ? Si oui, pour quelles raisons ?

Sylvie Malécot : Nous avons constaté une accélération sur 2020 assez marquée de la délégation de gestion qu'elle intervienne en interne (à travers une filiale du groupe) ou en externe. Cela tient probablement au fait que les institutionnels ont davantage investi dans des classes d'actifs nouvelles comme l'immobilier papier, les infrastructures ou la dette privée. Il existe peu d'institutionnels qui investissent sur ces

actifs en direct. Nous notons aussi une prime à l'expérience des gérants, à l'antériorité, à l'historique de performance. La période est compliquée, l'expérience rassure. Par contre, il faut noter que les institutionnels ne considèrent pas comme un handicap le fait que les sociétés de gestion n'inter-

Les experts notent une prime à l'expérience des gérants, à l'antériorité, à l'historique de performance.

viennent que sur une seule classe d'actifs. La taille de la société de gestion importe, mais il n'y a pas de prime aux multi-gérants, ni aux grands groupes internationaux. De très beaux acteurs spécialisés sur une seule classe d'actifs en dette privée, en HY, en actions émergentes... avec une taille et un historique de performance suffisant peuvent être sélectionnés.

Joël Prohin : A la Caisse des dépôts, 97 % de nos encours sont gérés en interne. Pour autant, nous déléguons aussi car nous développons nos investissements dans les fonds

de dette et dans le capital-investissement et nous utilisons la délégation pour cela à la différence des autres classes d'actifs où celle-ci ne concerne que quelques niches.

Riccardo Stucchi : Il faut noter que la plupart des sociétés de gestion sont actuellement en train de constituer une expertise sur les actifs privés car les institutionnels ont tendance à privilégier les fonds. Mais, à terme, les investisseurs devraient utiliser des solutions plutôt que des fonds. Ils auront en effet besoin de sous-segments spécifiques, de dévelop-



A la Caisse des dépôts, 97 % de nos encours sont gérés en interne. Pour autant, nous déléguons aussi car nous développons nos investissements dans les fonds de dette et dans le capital investissement et nous utilisons la délégation pour cela. »

JOËL PROHIN

DIRECTEUR DU DÉPARTEMENT DE LA GESTION DES PLACEMENTS DE LA CAISSE DES DÉPÔTS (CDC) AU SEIN DE LA DIRECTION DES GESTIONS D'ACTIFS

per leurs investissements en granularité, de se diversifier au niveau international... Les solutions sont alors plus adaptées. D'un point de vue plus général, les allocations stratégiques sont souvent pilotées en interne par les institutionnels en France alors qu'en Grande-Bretagne ou aux Pays-Bas, la gestion est davantage déléguée. En France, la délégation est partielle. L'investisseur institutionnel veut garder le contrôle sur l'actif/passif, sur l'allocation stratégique. Pour autant, nous constatons, quelle que soit la zone géographique, un besoin d'efficacité, d'organisation et de contrôle des coûts. Ces trois besoins sont devenus essentiels. L'efficacité signifie de posséder les bonnes ressources, les bonnes compétences. Il suffit de penser aux coûts et aux énergies nécessaires pour implémenter de manière optimale une gestion ESG ou à impact ou encore d'approcher les marchés privés. Cela suppose d'investir sur des compétences différentes et nouvelles. Il y a aussi des besoins d'efficacité en matière

technologique, de plateformes de gestion, de contrôle des risques, de conformité. La tendance est de plus en plus à utiliser une seule base de données et à s'appuyer sur des experts internes et externes. Pour ces raisons, nous constatons une augmentation de la délégation de gestion, surtout pour les classes d'actifs plus complexes (comme les actifs privés) et les actifs de niche (comme les pays émergents, la Chine et le Japon) ainsi qu'une rationalisation des délégations déjà en place, ce qui permet le développement de vrais partenariats avec

des gérants ou conseillers. Les avantages de ces partenariats sont multiples. Ils permettent une efficacité accrue en gestion de portefeuille, grâce à une recherche professionnelle et organisée des stratégies les plus performantes ; mais aussi une efficacité opérationnelle grâce à la simplification de l'ensemble des procédures d'investissement ; ou encore une personnalisation des mandats selon les besoins/préférences spécifiques de chaque investisseur, plutôt que l'utilisation de fonds ouverts qui peuvent prendre des positions et des

expositions incohérentes au regard des différents facteurs de risque. In fine, ils contribuent à la réduction des coûts, à travers l'agrégation des portefeuilles en un seul véhicule.

Sylvie Malécot : Dans les structures de taille moyenne, les équipes d'investissement veulent se concentrer sur les questions d'ALM, en particulier sur les allocations stratégiques et déléguer la gestion au quotidien. Elles ne disposent pas d'équipes pléthoriques, l'avantage de déléguer est alors d'avoir en permanence,

CAISSE DES DÉPÔTS

DONNÉES CLEFS SUR LA GESTION INSTITUTIONNELLE

- **Effectifs dans la gestion d'actifs :** 80 dont 60 gérants analystes financiers et extra-financiers, 6 analystes ESG spécialisés en soutien des gérants, et une dizaine de négociateurs en salle de marché
- **Encours sous gestion :** 200 milliards d'euros d'encours au 31/12/2020
- **La philosophie d'investissement en quelques mots :** gestion directe/internalisée, long terme, responsable, majeure en actions, engagement exigeant et réaliste



un gérant qui intervient sur chaque classe d'actifs. Il n'en demeure pas moins que ces acteurs ont tendance à conserver en interne la gestion cœur à savoir l'obligataire liquide comme les emprunts d'Etat et les grands émetteurs corporates. La gestion actions est parfois aussi menée en interne. Le reste est délégué à travers un process de sélection des OPCVM qui est réalisé par des cellules internes spécialisées. La moitié des répondants disposent d'une telle cellule, mais seulement 28 % d'entre eux possèdent une base de données en interne sur les fonds. Ils ne sont que 12 % à recourir à la multigestion et 8 % à des sélectionneurs indépendants et à des consultants externes. Les institutionnels privilégient donc les sélectionneurs internes qui peuvent réaliser des due diligences au sens large. Pour revenir sur la dimension ESG, celle-ci est à deux entrées. Les institutionnels veulent des produits financiers, toutes classes d'actifs confondues, qui répondent à ces critères. Ils veulent aussi confier leurs actifs à des acteurs qui eux-mêmes se comportent en acteurs responsables. Les critères ESG doivent s'appliquer aux produits proposés, comme au prestataire.

Alain Guelennoc : Nous avons utilisé, en effet, la délégation lorsque nous avons abordé le marché de la dette privée, en revanche, la partie cœur de notre activité, à savoir l'obligataire, y compris sur la partie à haut rendement, et les actions sont gérées en interne. Nous nous tournons vers l'extérieur pour trouver des compétences sur des marchés de niche. Grâce à cette expérience de délégation forte de cinq ans, nous avons consti-

tué un panel d'entreprises de gestion que nous connaissons bien. Cela nous permet de faire le tri entre les gérants compétents et qui nous apportent en plus un bon service de reporting. Ils utilisent notamment des fichiers Ampère sur la dette privée afin de transcrire les portefeuilles. Nous comptons maintenir nos liens avec les sociétés qui nous fournissent ces services et garder ainsi les meilleurs. Cela signifie que pour les nouveaux entrants, cela va devenir plus compliqué. Et cela d'autant plus que les fonds en euros atteignent un plafond. La tendance va être maintenant à la diminution des encours. De ce fait, les investisseurs vont devenir de plus en plus exigeants vis-à-vis de l'entreprise externe de gestion. Une exigence qui est liée au fait que nous avons gagné en compétence.

Les améliorations réclamées portent-elles surtout sur les aspects reportings et sur les aspects opérationnels ?

Joël Prohin : Concernant les besoins des investisseurs, j'aimerais en effet insister sur le reporting et en particulier sur les besoins en termes de transparence dans les fonds. De plus en plus, la réglementation bancaire à laquelle la Caisse des dépôts est soumise nous impose de connaître les sous-jacents des fonds dans lesquels nous investissons. Si de grands travaux ont été menés dans le cadre de certaines classes d'actifs, en particulier pour les actifs cotés à travers la norme Ampère, cela n'est pas le cas dans le capital-investissement, ni totalement dans les fonds de dette, même si les gérants s'améliorent dans ce domaine.

Il serait souhaitable que les sociétés de gestion nous fournissent sur des bases homogènes, pertinentes et exhaustives des informations sur l'ensemble des sous-jacents.

Sylvie Malécot : Aujourd'hui, les seuls acteurs qui sont contraints à la transparence des portefeuilles sont les assureurs dans le cadre de la directive Solvabilité 2, mais à terme tous seront concernés. Les caisses de retraite et de prévoyance libérale devraient à terme être soumises à cette exigence, même si la réforme de 2017 a été invalidée. Cette contrainte se met également en place au niveau des caisses Agirc/Arrco. L'expérience

Alain Guelennoc : L'exigence plus forte des gérants et des institutionnels vis-à-vis des sociétés de gestion auxquelles ils délèguent des actifs se cumule avec un renforcement par le régulateur des obligations en matière de contrôle des risques et de reportings. Cette évolution conduira certainement à des concentrations plus fortes. Elle est positive dans la mesure où elle permet de sécuriser davantage les investissements.

Joël Prohin : Il n'en demeure pas moins que les institutionnels cherchent aussi à soutenir une dynamique de place et encouragent la création d'acteurs nouveaux. J'aimerais signaler à ce titre l'initiative d'Emergence.

L'expérience montre que la transparence conduit à un recours plus concentré tant en termes de fonds que de sociétés de gestion délégataires.

montre que la transparence a conduit chez les assureurs à un recours plus concentré tant en termes de fonds que de sociétés de gestion délégataires.

Riccardo Stucchi : Il est important de recourir à une diversification intelligente. Ce n'est pas parce qu'un investisseur utilise 8 ou 10 fonds sur une même classe d'actifs qu'il diversifie son portefeuille. Au contraire, il est possible de se retrouver avec des facteurs de risque qui se superposent ou avec des positions contraires. La consolidation a du sens car elle permet de mieux maîtriser les risques. Le deuxième aspect concerne l'efficacité opérationnelle. La sélection de fonds sur des classes d'actifs de niche peut être complexe pour un petit acteur institutionnel.

Cette Sicav de place a pour but de faire émerger des acteurs significatifs de la gestion en France. Elle constitue un soutien pour l'ensemble de la place en essayant de faire grandir des sociétés de gestion, de les faire passer de petites structures à des acteurs qui comptent et possèdent une visibilité au niveau international. Plusieurs compartiments ont été ouverts dans cette Sicav et ont permis à des sociétés de gestion de grandir. Elles peuvent de ce fait maintenant répondre à des appels d'offres au niveau européen. Mais, il reste vrai que l'augmentation des contraintes réglementaires et les coûts qu'elles induisent permettent difficilement à une toute petite société de gestion de se développer seule. ■

Propos recueillis par
Sandra Sebag
@sebagsandra1

LE GRAND DÉBAT **GESTION INSTITUTIONNELLE** **EN BREF**



Le Grand Débat gestion institutionnelle – qui a réuni des investisseurs institutionnels et des sociétés de gestion – détaille les évolutions constatées depuis le début de la crise sanitaire en termes d’allocation d’actifs stratégique et tactique. Dans ces domaines, deux grandes évolutions se dégagent. D’abord, les institutionnels mettent l’accent sur les actifs liquides, ce qui se traduit par des investissements dans des titres à court terme mais aussi par un regain d’intérêt pour les actions cotées et les obligations souveraines. Ensuite, la recherche d’actifs de diversification reste toujours de mise, en particulier dans le non coté. Notons également l’importance cruciale de l’utilisation des critères extra-financiers et la volonté générale de décarboner les portefeuilles. Les experts présents ont également constaté un renforcement des liens entre les sociétés de gestion et les investisseurs institutionnels, la délégation constituant un bon moyen pour investir sur des actifs de niche.

LES INTERVENANTS



Riccardo Stucchi, directeur de Russell Investments France

Avant de rejoindre Russell Investments en 2019, Riccardo a passé 13 ans chez BlackRock à divers postes en Europe. Il a débuté chez le leader mondial de la gestion d’actifs en tant que responsable du développement institutionnel en France en 2006, au service des régimes de retraite locaux, des entreprises, des banques et des compagnies d’assurances. De 2001 à 2006, Riccardo a dirigé l’équipe institutionnelle de State Street Global Advisors (SSgA) en France. Auparavant, il a travaillé au département des risques de BNP Paribas de 1998 à 2001 et a commencé sa carrière à la division des finances de JP Morgan en Italie, en 1996. Riccardo a obtenu une maîtrise en économie à l’université catholique de Milan et s’est spécialisé avec deux masters de troisième cycle en stratégies alternatives illiquides (CAIA) et en gestion des risques (FRM).



Sylvie Malécot, directeur de l’Af2i

Elle occupe ce poste depuis janvier 2018. Sylvie est également président-fondateur de la société Millenium – Actuariat & Conseil, créée en juin 2009, et de Millenium I-Research depuis mai 2017, des sociétés de conseil aux investisseurs institutionnels en matière financière et actuarielle.

Elle possède une expérience de près de 20 ans en gestion d’actifs et investissements institutionnels. Avant de créer Millenium, elle a été responsable de la gestion obligataire dans plusieurs compagnies d’assurances, et responsable de la stratégie financière et de l’ALM pour un groupe de retraite et de prévoyance. Sylvie Malécot a également une expérience de cinq ans en conseil, chez Ernst & Young Consulting. Diplômée de l’Essec, titulaire d’une maîtrise de droit des affaires, actuaire IAF et diplômée de la SFAF, elle est l’auteur d’un livre : « Marchés obligataires : à la recherche des nouvelles frontières du risque ».



Alain Guelennoc, directeur général de Federal Finance Gestion

Alain Guelennoc occupe cette fonction depuis 2017. Il dirige une équipe de 49 personnes qui gère plus de 45 milliards d’euros d’encours gérés en fonds monétaires, en fonds obligataires, en fonds diversifiés (multigestion, cross-asset solutions), dans le cadre de mandats institutionnels (assurances et mutuelles) et en gestion privée. Il est entré au Crédit Mutuel Arkéa en 2001.



Joël Prohin, directeur du département de la gestion des placements de la Caisse des Dépôts (CDC) au sein de la direction des gestions d’actifs

A 55 ans, Joël Prohin est responsable de portefeuilles d’une valeur de 200 milliards d’euros, investis en obligations, actions, immobilier, capital-investissement, infrastructures et forêts, gérés pour l’essentiel en interne. Il encadre cinq équipes de gérants (85 personnes au total). Il est aussi le représentant de la CDC au Comité stratégique de l’Association française des investisseurs institutionnels (Af2i) et il préside la commission Investissement responsable de cette association. Avant de rejoindre la CDC en 2011, Joël était directeur de la politique des investissements d’Allianz France. Il a travaillé auparavant dans la gestion actif-passif, à la fois dans l’assurance (AGF) et dans la banque (Crédit National). Joël est diplômé de l’Ensae (Ecole nationale de la statistique et de l’administration économique), promotion 1988, et titulaire d’un DEA de l’Université Paris I Panthéon-Sorbonne.