

INVESTIR

Jeudi 12 juin 2008

allocation d'actifs

Les portefeuilles des caisses de pension n'ont que peu de produits structurés

Contraintes légales, méconnaissance au sein des gérants, absence d'instruments adaptés aux exigences: les raisons sont multiples.

christian affolter

à genève

Les produits structurés gardent un caractère confidentiel auprès des institutions de prévoyance suisses: d'après la dernière étude Swissscanto, leur part dans le portefeuille moyen se monte à 1,3% (voir graphique). Pourtant, d'autres investisseurs, notamment les privés, se sont rués sur ces titres: depuis 2005, la taille du marché a plus que doublé, de 130 milliards de francs en janvier 2005 à 308 milliards fin mars de cette année. Que faudrait-il donc pour que ces produits, relativement récents, puissent se faire une place plus importante au sein des institutionnels suisses? Tout d'abord, les dispositions légales qui s'y appliquent sont beaucoup plus restrictives que pour les autres investisseurs. L'OPP2, ordonnance qui fixe les limites de placement des caisses, ne mentionne tout simplement pas ces véhicules. Par conséquent, note Graziano Lusenti, de Lusenti Partners, «le recours aux produits structurés n'est autorisé que de manière indirecte», soit en tant que substitut pour des investissements directs dans d'autres classes d'actifs - pour autant que le profil rendement-risque de ces instruments hybrides puisse clairement être assimilé à l'une d'entre elles. Les dispositions légales sont particulièrement sévères au niveau de l'utilisation de dérivés, qui «ne doit pas exercer d'effet de levier sur la fortune globale» (OPP2 art. 65a, §4). Les ventes à découvert sont également interdites. Avant un éventuel assouplissement des prescriptions de l'ordonnance, qui n'interviendra probablement pas avant 2009, force est donc de constater que plusieurs arguments de poids pour les produits structurés ne peuvent être appliqués dans le cadre de la prévoyance professionnelle.

La plupart des véhicules existants sont inutilisables

Comme l'a rappelé l'un des participants au cycle de conférences «Performer» pour les investisseurs institutionnels de jeudi dernier, les caisses de pension doivent en outre remplir deux objectifs de performance différents. Par année, elles doivent au moins générer le taux minimum LPP (actuellement à 2,5%), tout en dégagant des rendements à long terme plus élevés, afin d'assurer les rentes. En raison de ces contraintes, l'univers de placement des institutions de prévoyance se réduit à des instruments dont le rapport rendement-risque peut être calculé en tout temps. Dès lors, des produits qui prévoient la livraison du sous-jacent à partir du moment où celui-ci a franchi le seuil fixé, rendant ce rapport difficile à déterminer, sont peu adaptés aux portefeuilles de prévoyance. Selon Lusenti Partners, il y a même «80% des produits existants qui sont inutiles ou inutilisables par les institutionnels»! Soit à cause de leur complexité, soit à cause de leur manque de transparence, une situation qui n'est pas sans rappeler celle dans le domaine des hedge funds d'il y a quelques années. Aujourd'hui plus transparents suite aux pressions des investisseurs institutionnels, ces fonds offrent des performances moins fulgurantes, mais souvent plus constantes.

La limitation des pertes ouvre la voie aux structurés

Selon les conférenciers de Performer, il existe pourtant déjà des catégories de produits structurés pouvant entrer dans le cadre légal actuel. Pour la BCV, il s'agit avant tout d'instruments offrant une protection partielle ou totale du capital investi. Par exemple, en plus du remboursement garanti, un produit peut offrir le paiement d'un coupon, pour autant qu'aucun sous-jacent n'ait franchi les limites inférieures ou supérieures définies. Les grands émetteurs du marché suisse ont tous développé des véhicules de cette catégorie. Et les valeurs de base couvrent toutes les classes d'actifs, du marché monétaire aux matières premières en passant par les paniers d'actions et les indices - à l'exception des obligations. Un produit à barrière qui ne livre en aucun cas le titre et qui limite la perte maximale, au prix d'un coupon payé moins intéressant, peut lui aussi améliorer le rapport rendement-risque. L'approche proposée par Société Générale Asset Management (SGAM) est plus radicale: pour maximiser les chances d'atteindre l'objectif prédéfini en fonction de la situation d'une caisse de pension, le potentiel de surperformance est complètement abandonné. C'est-à-dire que les expositions aux actifs plus risqués sont réduites au fur et à mesure que le rendement s'approche de l'objectif. Ces instruments n'ont recours à aucun dérivé, mais se basent sur une «gestion active des sous-jacents», dans lesquels ils investissent directement et qui remplacent ainsi la partie optionnelle.

Cependant, l'offre pour remplacer les investissements dans des obligations par des produits structurés reste pauvre - alors que cette option peut faire partie des critères pour les placements dans cette classe d'actifs, selon le «Swiss Institutional Survey» de Lusenti Partners. Ainsi, il serait trop simple de mettre la faute uniquement sur l'OPP2 et d'espérer que les modifications attendues faciliteront l'intégration des produits structurés. Pour séduire les caisses de pension, l'industrie devrait faire encore plus d'efforts, au niveau de la formation comme au niveau de l'offre.

[c.affolter@agefi.com]