

# LE TEMPS

---

Gestion de l'épargne Lundi 26 juillet 2010

## Grèce, crise de l'euro: les retraites en péril?

Par Mathilde Farine

### Comment les caisses de pension se sont protégées de la tempête financière en Europe

«Je ne connais pas de caisses de retraite qui ne souffrent pas de la fermeté du franc suisse. Ce serait présomptueux de prétendre le contraire», confie le responsable d'un fonds de pension en Suisse romande. La crise de la zone euro n'épargne donc pas non plus ces investisseurs institutionnels. Et cela, à plusieurs niveaux.

Les emprunts grecs, ou même espagnols et portugais, suscitent d'abord quelques doutes. La grande majorité des fonds investissent dans des débiteurs de bonne qualité, notés de AAA à A -, voire parfois BBB. Une catégorie dont a été exclue la Grèce, reléguée au statut de dette pourrie en avril dernier par Standard & Poor's. Les emprunts d'Athènes ne sont pas pour autant bannis des fonds de pension suisses. «Ils peuvent investir dans ces titres de façon indirecte, car beaucoup de gérants investissent sous forme indicielle», explique Graziano Lusenti, fondateur de Lusenti Partners. Et les indices européens continuent logiquement d'inclure les débiteurs du Sud.

#### Réactions nerveuses

L'expert n'a pas vu de «vent de panique» provoquant des ventes massives de titres grecs de la part des caisses de pension, même si quelques mesures ont pu être prises. Il rappelle également que leurs stratégies d'allocation sont rarement bouleversées de manière brutale. Ce type de mouvements rapides reste l'apanage des «banques d'investissement et des hedge funds», alors que les fonds de pension sont plutôt des «suiveurs».

Le ton est un peu différent du côté de Swisscanto. «Certaines caisses ont réagi de manière assez nerveuse. Un client a même appelé pour demander de tout vendre alors même qu'il s'agissait d'un mandat discrétionnaire», témoigne Benno Weber, responsable de l'obligataire au sein de cet organisme. «Assez tôt dans la crise, elles ont affirmé ne rien vouloir avoir à faire avec la Grèce», poursuit-il. Plus surprenant, il voit maintenant un regain d'intérêt. Un peu comme l'année dernière, lorsque les banques suscitaient à nouveau la curiosité après avoir été délaissées. «Mais, pour l'instant, la grande majorité des caisses préfèrent éviter la Grèce, - mais aussi le Portugal et l'Espagne - tandis que l'Italie inquiète moins», relativise-t-il.

#### Leçons de la crise asiatique

La caisse de pension du personnel de l'Etat de Fribourg a une politique claire dans ce domaine. «Nous ne cherchons pas de dette grecque ou du sud de l'Europe, mais si nous en avons, nous ne la vendons pas car cela ne serait pas avantageux aux prix actuels», explique son administrateur Claude Schafer. Du côté des Retraites populaires, Damien Bianchin trace un parallèle avec la crise asiatique, où de nombreux débiteurs émergents s'étaient trouvés en difficulté. «Nous avons alors décidé qu'il s'agissait d'une opportunité et nous avons déterminé une poche de risque dans la stratégie obligataire pour ces titres. Douze ans plus tard, ce choix a été bénéfique», se félicite-t-il. Le même raisonnement s'est ensuite appliqué aux titres des entreprises, en particulier du secteur bancaire et de

l'assurance après la crise des «subprime» et s'applique aujourd'hui à la crise de la dette gouvernementale. «Dans une optique à long terme, nous pouvons investir marginalement dans les emprunts des pays du sud de l'Europe à des conditions intéressantes pour autant que nous restions prudents et sélectifs.»

### **L'attrait des émergents**

Dans la plupart des cas, les fonds sont confiés à des gérants externes «dont certains peuvent s'intéresser de manière opportuniste à ces actifs lorsque la prime de risque apparaît comme exagérée», explique Olivier Ferrari, fondateur de Coninco à Vevey. Pour lui, l'inquiétude ne se limite pas aux pays du sud de l'Europe. «Quel est, aujourd'hui, le pays occidental qui offre une dette saine sans compter ceux qui ont des régimes de retraite en répartition (ndlr: comme la France)?» s'interroge-t-il.

Il préfère ainsi se tourner vers les emprunts des entreprises ou des pays émergents, en particulier ceux qui lèvent des fonds pour financer les développements des infrastructures.

### **Le dilemme des couvertures**

Le «souci primordial reste cependant le franc», poursuit le spécialiste. Il voit dans les taux bas en Suisse et la hausse de la devise la principale conséquence de la crise grecque. Car la chute de l'euro, qui a perdu près de 13% face au franc en une année, affecte aussi bien les obligations que d'autres classes d'actifs, en particulier les actions. Sans donner de chiffres précis, les experts soulignent que ce phénomène a un impact sur toutes les caisses. Ou presque.

Car se protéger des fluctuations des cours de change est toutefois possible. Les Retraites Populaires ont récemment décidé de mettre en place une couverture active du risque de change concernant jusqu'à 80% de leurs actifs en dollars et jusqu'à 60% de ceux libellés en euros, qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations - ce qui a permis d'atténuer les effets de la vigueur du franc. Toutes les caisses de pension ne recourent pourtant pas à ces outils de couverture, ou seulement partiellement.

«Le choix dépend de la vision de la caisse de pension, si elle considère la question des changes comme un risque inhérent ou non. Dans le deuxième cas, elle peut opter pour une couverture complète ou un currency overlay», reprend Graziano Lusenti. Le second procédé permet de gérer le risque de change en le dissociant des autres risques provenant d'un actif étranger. L'intensité de la couverture varie ainsi en fonction de l'évolution des devises. «Le risque que pose le dollar a été identifié il y a longtemps. En revanche, l'évolution du taux de change entre le franc et l'euro a souvent été considérée comme pas assez marquée pour nécessiter une couverture», observe-t-il. L'expert estime qu'un tiers, voire la moitié des caisses dispose d'une couverture de change.

### **Choix «absurde»**

Pour Aldo Ferrari, président de la caisse de retraite de l'industrie vaudoise de la construction, se couvrir alors que l'on investit en obligations est «absurde». Car cela implique de revenir au taux suisse et, donc, de perdre l'avantage d'un rendement supérieur ailleurs. En revanche, la question peut se poser lorsqu'il s'agit d'actions. Et elle se pose de plus en plus. «Avec les deux à trois dernières années plutôt difficiles, les caisses de pension ont davantage tendance à se couvrir. Ces pratiques dépendent évidemment de leur capacité d'exposition au risque», admet-il.

D'autres, comme la caisse du personnel de l'Etat de Fribourg, estiment que la diversification des investissements entre l'Europe et les Etats-Unis compense une perte éventuelle. Alors qu'une couverture ferait «perdre tous les gains potentiels».

Swisscanto avait entamé l'an dernier une réflexion sur un repositionnement des produits pour offrir

des fonds obligataires couverts. A ce moment, la protection des fluctuations de change n'était pas un sujet et l'initiative avait suscité peu d'engouement.

Comme le souligne Benno Weber, si l'on observe l'évolution du franc par rapport au deutsche mark depuis les années 60 et ensuite face à l'euro, «on voit que le franc s'est systématiquement apprécié. Et comme le prédit l'équation de Fisher, les pertes de taux de change ont été, à long terme, égales aux gains qu'entraînaient les taux d'intérêt plus élevés en Europe.» A long terme, le choix importerait donc peu.

**LE TEMPS** © 2009 **Le Temps SA**