

LE THÈME PRÉVOYANCE

... Il est nécessaire que les caisses de pension réduisent la part de leurs avoirs en obligations au profit des actions. Voire de l'immobilier.



MICHEL THÉTAZ / CEO et fondateur d'IAM, Independent Asset Management

Pour une meilleure performance des institutions de prévoyance

A la fin des années 70, dans un contexte d'inflation et de taux d'intérêt élevés – la Confédération empruntait à 7,75% sur 15 ans – les avis fleurissaient pour prédire la faillite du deuxième pilier. Aujourd'hui, dans un environnement diamétralement opposé de taux d'intérêt et d'inflation au plancher, les commentaires fleurissent encore pour douter de la pérennité d'un système ébranlé par la faiblesse des rendements.

Dans les deux cas, la même erreur est commise: celle d'imaginer que la situation du moment est appelée à perdurer. Or, le dérapage des prix il y a 30 ans, tout comme la chute des taux d'intérêt à des niveaux dérisoires actuellement sont des événements extrêmes. Ils finissent inmanquablement par susciter des forces contraires. Au

début des années 80, ce fut la réaction énergique des autorités monétaires pour casser la spirale inflationniste. Début 2011, le niveau plancher des taux est un effet retard de la crise financière; il adviendra un moment où les investisseurs ne voudront plus placer leur argent à de telles conditions. Les taux finiront par remonter et les caisses de pension pourront à nouveau

trouver des emprunts offrant des rendements raisonnables. Autrement dit, le deuxième pilier n'est pas davantage en péril aujourd'hui que pendant les années 70.

LES TAUX obligataires sont en fait vivement repartis à la hausse depuis l'automne 2010. Nous assistons vraisemblablement au retournement d'une tendance de long terme, un événement que les gérants de portefeuilles ne peuvent pas se permettre d'ignorer. Les trois dernières décennies ont été caractérisées par un recul du rythme de l'inflation qui a favorisé le tassement des taux d'intérêt. Cette configuration a été particulièrement favorable aux obligations: en plus de leurs revenus d'intérêt, elles ont engrangé des plus-values sur le capital. Cette classe d'actifs alliant sécurité, revenu et plus-value a pris une part importante, voire prépondérante, dans les portefeuilles des caisses de pension.

En août dernier, l'inflation était à peu près nulle, les taux courts de l'ordre de 0,2% et les taux longs inférieurs à 1,1% (maturité 10 ans sur les emprunts de la Confédération). A ces niveaux, on peut sans trop de difficulté affirmer que les taux ne peuvent plus beaucoup baisser, et donc que les obligations ont à peu près épuisé leur potentiel d'appréciation. Dans le meilleur des cas (les taux restent au plancher), les obligations ne vont plus rapporter que leur maigre intérêt; dans

les autres cas (les taux remontent), le revenu des intérêts va progressivement s'améliorer, mais des moins-values vont être inévitables. Autrement dit, les obligations ne vont plus être la classe d'actifs privilégiée qu'elles ont été depuis le début des années 80. La majorité des caisses de pension doit encore en prendre acte en réduisant la part de la fortune allouée à cette classe d'actifs.

CET AJUSTEMENT devrait être réalisé au profit des actions et éventuellement de l'immobilier, deux classes d'actifs affichant un long historique de création de valeur. Sur le long terme, qui doit être l'horizon des caisses de pension, la création de richesse financière est étroitement liée à la création de richesse réelle; celle-ci provient des entreprises et, en ce qui concerne l'immobilier, du revenu locatif.

Les autres types d'actifs, en particulier les produits sophistiqués proposés par les institutions financières ne sont d'aucune utilité sur la durée. Pour rappel, les options qui entrent dans la composition de la plupart de ces produits sont un jeu à somme nulle. En d'autres termes, elles ne créent aucune valeur, sauf les commissions perçues par les banques.

Evidemment, une telle approche convient peu aux banques. Elles préfèrent le changement, les situations inédites, le «cette fois c'est différent» qui leur donne l'occasion d'imaginer de nouvelles stratégies d'investissement et de nouveaux produits à fortes marges. La machine à commenter de l'industrie financière, c'est-à-dire leurs analystes «sell-side», leurs stratèges et autres économistes, ainsi que sa caisse de résonance que sont les médias, exercent une pression intense sur la communauté des investisseurs. Les meilleurs exemples récents sont l'engouement pour les valeurs technologiques de la fin des années 90, puis la commercialisation à grande échelle des hedge funds dans la foulée de la chute des actions en 2002. Ces véhicules très gourmands en commissions étaient sensés offrir des gains assez réguliers tout en préservant le capital en cas de baisse des actions. Le résultat est que cette classe d'actif a reculé de 27% (en francs) en 2008, selon l'indice CS Tremont.

L'HORIZON naturel des banques d'affaires, en particulier celles qui sont cotées en bourse, est l'intervalle de quelques mois qui les sépare de l'arrêt de leurs comptes annuels. Au contraire, les caisses de pension investissent sur plusieurs décennies. La dernière illustration de ce fossé est la stratégie de couverture de taux de change préconisée par un certain nombre d'institutions depuis 2010. L'année dernière, elle a permis d'encaisser des intérêts en euro plus généreux sans essuyer la baisse de cette devise. Au contraire, le franc se dépréciant depuis le début de 2011, la couverture des taux de change se traduit désor-

mais par un manque à gagner. Cette approche n'est pas seulement aléatoire; elle pourrait aussi devenir beaucoup plus coûteuse en frais si les taux courts venaient à monter. La couverture des changes, comme tous les dérivés, peut être un outil d'une grande utilité pour les entreprises qui rapatrient en francs leur chiffre d'affaires réalisé à l'étranger. Mais elle est un non-sens pour une caisse de pension orientée sur l'investissement à long terme.

Une autre controverse apporte un exemple supplémentaire des biais qui minent la communication financière. En janvier, UBS a publié un baromètre très avantageux des performances des caisses de pension dont les avoirs sont déposés chez elle. Même si la banque ne gère pas tous ces portefeuilles, cet indice suggère des résultats de gestion supérieurs à la moyenne. Sur les actions suisses, par exemple, UBS avance une appréciation de 8,9%. Elle a été obtenue en accordant la même pondération à tous les mandats, qu'il s'agisse de portefeuilles de 10 millions sur les petites capitalisations ou de portefeuilles de 500 millions sur les grandes capitalisations. Or, les premiers n'ont rien à voir avec les seconds; ces calculs reviennent à additionner des oranges et des pommes: ils n'ont aucun sens.

Dans la même veine, les indices souvent mis en avant pour promouvoir les hedge funds sont «non investissables»: ils comprennent des véhicules qui n'acceptent plus de nouveaux investisseurs. En effet, certains gérants, généralement les meilleurs, ferment leur fonds afin d'en préserver les performances; la raison peut être qu'une stratégie qui exploite une imperfection de marché ou intervient sur de petites capitalisations peut perdre en efficacité si les montants en jeu dépassent un certain seuil. Les banques proposent donc des versions «investissables» des indices de hedge funds. Le problème est que, historiquement, les indices «investissables» et les produits qui leur sont adossés obtiennent des résultats nettement inférieurs aux indices «non investissables.»

LES RESPONSABLES de caisses doivent faire preuve de bon sens et être vigilants. Ceci dit, le deuxième pilier est loin d'être une jungle, notamment grâce à l'existence d'un cadre légal relativement contraignant. Une révision des textes en vigueur, actuellement mise en consultation par le Conseil fédéral, devrait renforcer encore la gouvernance et le professionnalisme du secteur. Ces mesures exigeront que tous les gérants externes des fonds du deuxième pilier soient soumis à la FINMA, le gendarme de la bourse et des banques. De leur côté, les gérants internes devront être capables de justifier leurs compétences en gestion. D'autres mesures visent un contrôle plus serré des conflits d'intérêts. IAM se félicite de ces évolutions qui accroîtront la crédibilité des acteurs de la branche. ■

Les produits financiers sophistiqués ne sont d'aucune utilité sur la durée. Les options qui entrent dans leur composition représentent un jeu à somme nulle.