

PRÉVOYANCE -**Le concept LDI est sensé mais sans être la panacée**

L'investissement conduit par les obligations est en vogue chez les assureurs et caisses de pension.

philippe rey

Le concept « Liability Driven Investment » (LDI ou d'investissement déterminé par les obligations figurant au passif) est aujourd'hui à la mode au sein des assureurs et des caisses de pension. Ce n'est certainement pas la panacée, selon le professeur Alex Keel de l'Université de Saint-Gall et Daniel Mussett de la firme Mercer, laquelle tenait un symposium d'investissement vendredi à Zurich. Ce concept, issu du monde anglo-saxon au même titre que celui dit 130/30, peut être sensé pour des caisses de pension, mais seulement sous certaines conditions. Des réticences à l'égard du concept LDI existent d'ailleurs en Suisse, notamment plan des méthodes d'évaluation locales des obligations des caisses de pension. Dans les stratégies LDI, la croissance des passifs sert de pierre angulaire. La performance d'investissement effectivement atteinte devrait être, sinon meilleure, au moins identique. Mais quelle partie du passif prendre en compte: seulement les rentiers ou bien les rentiers plus les actifs. Il faut décider quels risques (taux d'intérêt et éventuellement aussi les risques d'inflation) supporter et dans quelle mesure. Il existe divers inconvénients

L'influence de la courbe des taux d'intérêt sur la structure des coûts des caisses de pension est massivement surestimée, d'après Alex Keel. Un meilleur concept pour une telle évaluation est le rendement nécessaire de la fortune afin que le taux de couverture reste constant dans l'année suivante. Le concept LDI ne constitue pas une solution parfaite, même si une approche avec des objectifs et un contrôle peut amener une meilleure conscience et gestion du risque, selon Daniel Mussett. Ce n'est pas un outil miracle. Les mouvements à la baisse et à la hausse sont à limiter (ce qui signifie un coût d'opportunité); les risques démographiques demeurent et la détermination du portefeuille LDI est instable et doit être constamment revue et balancée, indique Daniel Mussett. Par ailleurs, l'accès à des instruments adéquats (obligations et swaps) sur le marché suisse des capitaux est limité, ce qui exige des contreparties disposées à le faire; les décisions tactiques restent: les obligations nécessaires sont-elles chères ou avantageuses à présent? Finalement, la mise en œuvre de ce concept engendre des coûts (les banques d'investissement et les conseillers veulent être rémunérés...). Un défi supplémentaire en Suisse consiste dans le taux technique qui se situe fréquemment entre 3,5% et 4% et est plutôt artificiel; un tel taux est peu compatible avec la réalité des marchés financiers. Une stratégie conduite séparément pour les rentiers et les personnes actives seraient au fond logique, mais la loi sur la prévoyance professionnelle repose sur le principe d'égalité de traitement. En vérité, ce qui est déterminant est l'évolution des cash-flows nets, pour autant que l'on puisse les mesurer de façon réaliste, ce qui n'est pas facile, selon Alex Keel, pour lequel une diversification classique des actifs est toujours mieux qu'un LDI.

ANALYSE**Davantage de bon sens et la discipline constituent deux générateurs d'Alpha**

Etre avide quand tous le monde ou presque est négatif et prudent lorsque un sentiment généralement positif prédomine en Bourse est un principe qui devrait guider les investisseurs. En réalité, c'est l'inverse qui se produit dans une grande majorité des cas dans le domaine de la prévoyance, de l'assurance vie et des caisses de pension. De manière générale, les assureurs et caisses de pension pourraient mieux gérer leur portefeuille d'actions, et ce sans remettre en cause leur politique d'allocation d'actifs. Les autorités de surveillance exigent en effet que les assureurs et caisse de pension répartissent leurs actifs entre des obligations, des bons du Trésor, de l'immobilier et des actions. Elles ont certainement raison. Toutefois, où le bât blesse, du moins pour les compagnies d'assurances, elles exigent de celles-ci qu'elles soient encore plus strictes dans la couverture de leurs engagements, spécialement vis-à-vis des actions. Or, le placement qui rapporte le plus à long terme, ce sont évidemment les actions. La réglementation actuelle empêche que l'assureur puisse placer une part considérable de ses réserves en actions. En voulant procurer à l'assuré une plus grande sécurité, on réduit ses espoirs de gains ainsi que ceux de l'assureur. Les caisses de pension ne sont pas vraiment placées à meilleure enseigne sur ce plan. Le seul horizon de placement pertinent, pour un assureur ou une caisse de pension, est le long terme. Logiquement, les investissements en actions devraient en profiter dans ce qu'on appelle la gestion corrélée des actifs/passifs (« asset/liability management »), notamment le concept LDI (« Liability Driven Investment »). Cette approche est de plus en plus pratiquée dans le monde de la prévoyance, parfois mécaniquement et à l'avantage de conseillers qui ne sont pas les payeurs. Toutefois, on l'a vu, elle est biaisée par des réglementations qui ne sont pas toujours pertinentes! Claude Bébéar, le président du conseil de surveillance d'AXA, dénonce le court-termisme des autorités de tutelle. Il est absurde de prendre comme référence pour les actions une valeur de marché pour des actifs qui sont censés honorer les engagements de retraite dans des dizaines d'années. Le bon sens et la discipline devraient constituer la référence en l'espèce. Ils seraient susceptibles de produire une surperformance. Les règles qui s'imposent aux assureurs sont, en fait, un incroyable accélérateur des chutes des Bourses et entraînent un coût d'opportunité considérable pour les assureurs, les caisses de pension et les assurés. En outre, cette situation absurde donne naissance à des concepts toujours plus alambiqués et onéreux. Certains d'entre eux sont d'ailleurs censés produire de l'Alpha à court terme! Ils vantent une meilleure gestion du risque, en premier lieu celui d'un changement des taux d'intérêt, tout en empêchant d'avoir le luxe du temps.