

**Jeunesse & Economie, 42èmes rencontres annuelles
« La Suisse, pays de vieux ? »,
Chaumont, 22. 11. 2002**

**«La bourse va-t-elle assurer
nos retraites ? »**

Graziano Lusenti
Dr ès sciences politiques, expert diplômé
en assurances de pensions,
Associé gérant,
Lusenti Partners, Nyon

Plan

1. L'économie globale
2. Le potentiel de l'économie suisse
3. Financement en capitalisation ou en répartition
4. Le rôle de la bourse, ses liens avec l'économie réelle
5. Les caisses de pension arrivent bientôt à maturité
6. Les nouveaux paradigmes de l'investissement institutionnel
7. Quelles classes d'actifs ?
8. Conclusions: quelles attentes sont-elles justifiées ?

1. L'économie globale

- **Le progrès technologique reste le moteur de la croissance économique**
 - Jugement historique, dans le très long terme (dès le néolithique !)
 - Cela demeure vrai même après l'éclatement de la bulle spéculative
 - On peut donc rester optimiste quant à la croissance économique !
- **Seule une croissance économique forte permet d'assumer les défis multiples qui se posent à l'économie globale**
- **La globalisation se poursuit**
 - Il y a des pays « gagnants » (dont la Suisse)
 - Mais il y a de nombreux perdants
 - La globalisation a aussi ses mauvais côtés: l'uniformisation, coûts sociaux, etc.
- **Accroissement des disparités entre régions, entre pays, dans les pays**
- **L'explosion démographique n'est pas jugulée et contribue aussi aux déséquilibres**
- **La concentration urbaine se poursuit et est source de problèmes**
- **Forte pression sur les ressources naturelles, les changements climatiques affectent de plus en plus la vie économique**
- **La croissance de « l'économie des services » se poursuit**
- **Le libéralisme contribue à l'utilisation optimales des ressources disponibles, mais ses « coûts sociaux » sont parfois jugés élevés**
- **Importance croissante du « savoir » (« capital humain »)**

2. Le potentiel de l'économie suisse

- **La croissance de l'économie suisse s'est située au dessous de la moyenne des pays de l'OCDE au cours des 30 dernières années !**
- **La croissance anémique de l'économie suisse va se maintenir sans régénération des structures, sans adoption de mesures franchement libérales**
 - « Libéralisme mou »
 - Recherche du consensus à tout prix
 - Interventionnisme étatique prononcé, perfectionnisme du cadre législatif et administratif
 - Cartels
- **Trop de secteurs demeurent en Suisse « administrés » ou « gérés » par les autorités**
 - Marché de la santé, électricité, secteur agricole, etc.
 - Prévoyance professionnelle
- **La prévoyance professionnelle aussi souffre d'un excès de réglementation: les paramètres clés sont fixés selon des critères politiques plutôt qu'économique**
 - Taux de conversion
 - Taux technique
 - Surcoûts occasionnés par de nouvelles lois (libre passage, accession à la propriété, droits de timbre
 - Surcoûts occasionnés par le perfectionnisme administratif (ordonnances)
 - Concurrence insuffisance entre les prestataires de services
- **Le grand risque: la croissance trop modérée de l'économie ne permettra pas de compenser les effets négatifs du vieillissement démographique**

3. Financement en capitalisation ou en répartition

- **Financement des prestations par répartition (retraite, invalidité, décès)**
 - Les cotisations versées chaque année sont utilisées pour payer les prestations de l'année en cours
 - Les systèmes de financement par répartition intègrent nécessairement des éléments de solidarité importants
- **Financement des prestations par capitalisation (retraite, invalidité, décès)**
 - Les cotisations versées sont accumulées et « stockées » sous forme de valeurs mobilières ou immobilières (capitalisation) qui dégagent des rendements (intérêts composés), puis utilisés et « déstockés » pour payer les prestations lorsque celles-ci sont dues, en particulier à la retraite
 - Les systèmes de financement par capitalisation peuvent présenter des éléments de solidarité (comme dans les caisses de pension), mais le plus souvent ils sont « individualistes »
- **Les systèmes de financement par répartition ou par capitalisation sont dépendants de l'évolution démographique, mais les mécanismes d'ajustements sont différents**
 - La répartition est directement tributaire de la modification des équilibres démographiques: ratios entre travailleurs actifs et retraités
 - La capitalisation est indirectement dépendante de la modification des équilibres démographiques: les prestations dépendent du cours des valeurs mobilières et immobilières, qui reflètent le jeu de l'offre et de la demande; ces mécanismes dépendent eux-mêmes de la production de biens et services dans l'économie, qui est toujours le fait de la génération active, alors que la démographie détermine la proportion des actifs et des retraités
- **Le produit national est toujours réalisé par les travailleurs actifs seulement et les rentiers sont dépendants de cette production**
- **La répartition comme la capitalisation sont sensibles à 2 facteurs, qui les affectent de façon différenciée**
 - La modification des équilibres démographiques
 - Le dynamisme de l'économie, son taux de croissance
- **Avantage potentiel du système de capitalisation**
 - Il peut contribuer à l'investissement réel productif et à une augmentation de la croissance économique

4. Le rôle de la bourse, ses liens avec l'économie réelle

- **La bourse est un composant majeur du fonctionnement des marchés des capitaux et donc de l'efficacité économique**
- **Elle permet de réunir les agents économiques qui ont des excédents de capitaux et ceux qui ont des besoins en capitaux, d'arbitrer leurs besoins**
 - Agents économiques avec excédents de capitaux: particuliers, caisses de pensions, compagnies d'assurances, etc.
 - Agents économiques avec besoins de capitaux: collectivités publiques, entreprises, etc.
- **La bourse est le marché plus performant (coûts, volume, rapidité) sur lequel sont fixés par le jeu de l'offre et de la demande les prix des valeurs traitées**
- **Les produits échangés peuvent être très variés**
 - Actions
 - Obligations
 - Produits dérivés: options, « futures », matières premières
- **L'évolution du cours des valeurs en bourse dépend en dernier lieu de la croissance de l'économie et de l'impact sur les entreprises**
 - Actions: le critère déterminant est les bénéfices des entreprises, mesurés par des ratios
 - Obligations: le critère déterminant est la solvabilité (capacité à rembourser les dettes)
- **Elle dépend également d'indicateurs spécifiques**
 - Croissance de la masse monétaire, de l'inflation, de la productivité, etc.
 - Taux de chômage, déficits des collectivités publiques ou de la balance des paiements, etc.
- **Enfin, la bourse a également sa « logique », pas forcément « rationnelle »**
 - « Irrational exhuberance », aspects psychologiques, « momentum »
 - « Changements de paradigmes », nouveaux indicateurs
 - Bénéfices réels ou « faussés » des entreprises, études tronquées des analystes
 - Réalisation de gains à court ou long terme

5. Les caisses de pension arrivent bientôt à maturité

- **Les caisses de pension suisses arriveront à maturité à partir de 2015/2020 environ**
 - Elles verseront plus de prestations qu'elles ne recevront de contributions
 - Cela s'applique si « toutes choses demeurent égales par ailleurs »
- **Conséquence: pour pouvoir verser leurs prestations (capitaux, rentes), elles devront progressivement vendre une partie des valeurs qu'elles ont accumulées (phase de déstockage)**
- **Parce que cela induira un excédent partiel de l'offre sur la demande, les effets négatifs (baissiers) sur les marchés, en particulier domestiques, seront considérables**
 - Marchés des actions: tendance baissière sur les prix
 - Marchés des obligations: pression à la baisse des prix des obligations, à la hausse des taux
 - Marchés immobiliers: tendance baissière sur les prix
- **Un phénomène de même ordre concernera tous les pays de l'OCDE**
 - Royaume-Uni, Etats-Unis, Pays-Bas (grande importance de la capitalisation)
 - France, Italie, Allemagne (importance plus réduite de la capitalisation)
- **Comment compenser ce risque potentiel ?**
 - Solution partielle: investir davantage à l'étranger, hors de la zone OCDE
 - Problème: les placements dans les pays « hors OCDE » sont très risqués, peu sûrs
- **La solution « miracle »: une croissance économique forte !**
 - Les choses ne sont jamais « égales par ailleurs » !

6. Les nouveaux paradigmes de l'investissement institutionnel

- **Marge de manœuvre réduite, du fait des déficits techniques**
- **Plus forte volatilité des marchés**
 - Fin du « buy and hold » ?
 - Difficulté de générer une plus-value (« alphas »)
 - Mettre sur pied des stratégies à plus court terme (rôle accru du « trading »)
 - Combiner plusieurs approches de gestion: actif, passif, « value », « growth », etc.
- **Viser des objectifs de performance absolus**
 - Ne pas s'en tenir au « benchmarking » classique
 - Importance des différentes formes de « hedging »
 - Rôle accru des instruments de placements alternatifs
- **Séparation nette entre la gestion à risque relatif nul (gestion passive) et la gestion à risque relatif élevé**
 - Approche « core/satellite »
 - Importance de la gestion passive pour les catégories d'actifs « classiques »
- **Les taux d'intérêt vont demeurer bas, ce qui est une source de difficultés pour les institutions de prévoyance**
 - Difficulté à atteindre le taux technique avec des valeurs à rendements fixes
- **Intégration de nouveaux types de classes d'actifs**
- **Accentuation des investissements internationaux, du fait de l'offre limitée en Suisse**

7. Quelles classes d'actifs ?

- **Les attentes de performances sont plus basses, plus réalistes**
 - 5% à 7% en moyenne à long terme, toutes classes d'actifs confondues, est un bon résultat
- **Etudes de congruence des actifs et des passifs à des intervalles plus courts, pour mieux « piloter » la caisse**
- **L'allocation des actifs est plus conservatrice, parce que les réserves pour fluctuations de cours ont été dissoutes ou parce que les caisses ont des déficits techniques**
- **Les actions permettent de bénéficier du potentiel de croissance des économies, elles doivent donc constituer encore une proportion essentielle des placements**
 - Ne pas tourner le dos aux placements à risques
 - Au moins 25 à 30% en actions paraît une proportion appropriée
- **Retour en grâce des placements immobiliers, surtout les placements indirects**
- **Les placements alternatifs ont le vent en poupe**
 - « hedge funds »
 - « private equity »
 - produits synthétiques, produits avec garanties
- **Les placements auprès de l'employeur sont « bannis »**
- **La gestion des devises demeure essentielle**

8. Conclusions: quelles attentes sont-elles justifiées ?

- **Financées en répartition ou en capitalisation, les rentes sont prélevées en fin de compte sur le produit national réalisé par les actifs, les rentiers dépendent des travailleurs**
- **Les principaux arguments en faveur du recours au financement en capitalisation**
 - Contribution potentielle à l'accroissement de l'investissement réel
 - Contribution potentielle à l'augmentation de la production nationale
- **Pour les rentes, les facteurs clés sont la démographie et un taux de croissance élevé de l'économie de l'économie réelle**
 - Japon; Etats-Unis
- **La bourse est un marché sur lequel se rencontrent agents avec excédents ou besoins en capitaux, c'est un lieu d'arbitrage**
- **En bourse s'appliquent de manière optimale les mécanismes de l'offre et de la demande, pour déterminer les prix: la bourse ne peut rien « assurer »**
- **Elle représente le marché le plus performant, le moins onéreux et le plus flexible pour permettre l'allocation des capitaux, y compris ceux destinés à la retraite**
 - Ne pas tourner le dos aux placements à risques: actions, immeubles
 - Au moins 25 à 30% en actions paraît une bonne proportion dans une perspective à long terme
- **En matière de rendement, les attentes doivent redevenir réalistes**
 - 5% à 7% de rendement en moyenne à long terme est très appréciable (taux d'intérêts bas)
- **Les perspectives boursières restent bonnes malgré la démographie: progrès technologique, croissance économique, inflation basse, taux d'intérêts bas**