



PAR GRAZIANO
LUSENTI

Dr. ès sc. pol., expert
diplômé en assurances de
pension, Conseiller en
investissements,
Lusenti Partners LLC

@ g.lusenti@lusenti-partners.ch
www.lusenti-partners.ch

SÉCURITÉ FINANCIÈRE ET COUVERTURE DES RISQUES DE PLACEMENT DES CAISSES DE PENSION
ET AUTRES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

L'opportunité des gérants d'overlays

Pour les caisses de pension suisses, le currency overlay et le risk overlay présentent de réels avantages sur le plan d'une meilleure gestion des risques et, souvent, d'une amélioration de la performance.

Durant la dernière décennie de boom & bust marquée par trois phases de baisses brutales – bulle des titres technologiques en 2001-2002, du surendettement hypothécaire dans le monde anglo-saxon en 2007-2008, crise de la dette publique des pays du sud de l'Europe en 2010-2011 – et de hausses tout aussi spectaculaires, la performance des placements des investisseurs en franc suisse a été fort décevante. En effet, la performance annualisée moyenne, mesurée à l'aune de portefeuilles diversifiés, de janvier 2000 à mi-octobre 2011, s'est située entre 1.49% (indice Pictet LPP 40) et 2.33% (indice Pictet LPP 25). Sur cinq ans, les résultats sont encore moins bons (entre 1.3% et 0.6% environ), alors qu'ils sont en revanche plus élevés sur vingt ans, avec près de 5.4%. Quant au risque, mesuré par la volatilité annualisée, il a atteint près de 6.85% (indice Pictet LPP 40, période janvier 2000 à mi-octobre 2011) et 4.64% (indice Pictet LPP 25, même période). Autre observation singulière, à savoir que durant la dernière période de dix ans, certes exceptionnelle à bien des égards, la prise de risque n'a nullement été récompensée, les placements les plus volatiles (actions étrangères) dégagant le ratio performance/volatilité le moins favorable, contrairement aux placements réputés les moins risqués, comme les obligations en francs suisses et immobilier domestique direct (voir tableaux ci-dessous)!

C'est véritablement le monde à l'envers! Pour les caisses de pension, cette évolution mitigée a produit des situations d'équilibre financier insatisfaisantes (surtout dans les caisses publiques), ou pour le moins précaires, même dans une majorité de caisses du secteur privé. Si l'on recourt à un indicateur largement utilisé comme le degré de couverture mettant en relation placements et engagements de l'institution de prévoyance, la situation financière délicate d'une grande majorité de caisses de pension helvétiques apparaît clairement, puisqu'elle s'est établie à 100.3% à fin septembre 2011 pour les caisses du secteur privé, et à 88.2% pour celles du secteur public. Pour d'autres institutionnels ou investisseurs avec un profil d'investissement semblable, la situation n'est guère meilleure.

Combiner le long et le court termes

Du fait de la nature de leurs engagements constitués de pensions en cours et de pensions expectatives dues après plusieurs décennies, les institutions de prévoyance représentent évidemment des investisseurs avec une perspective de long terme. Pour celles-ci, l'évolution des tendances lourdes dans la durée (le «film» de la prévoyance, en quelque sorte) est plus importante que les situations immédiates (les «photos» et les

Placements traditionnels: Performances et volatilités historiques annualisées, au 31.07.2011, sur 1,3,5, et 10 ans																		
Classes d'actifs	2006		2007		2008		2009		2010		2011		sur 3 ans (2009-2011)		sur 5 ans (2007-2011)		sur 10 ans (2002-2011)	
	Performance	Volatilité	Performance	Volatilité	Performance	Volatilité	Performance	Volatilité										
Actions CH	19.3%	8.8%	0.5%	11.3%	-39.5%	17.5%	22.7%	18.9%	3.4%	10.1%	-19.6%	13.4%	4.9%	15.0%	-5.6%	15.5%	2.6%	15.1%
Actions monde, USD	18.7%	7.3%	9.1%	9.4%	-48.3%	23.8%	29.1%	23.4%	13.1%	20.5%	-5.2%	12.7%	14.5%	19.9%	-0.1%	20.2%	5.3%	16.7%
Obligations CH	0.0%	2.8%	-0.5%	2.6%	4.6%	5.1%	6.3%	2.7%	3.6%	2.4%	5.3%	2.4%	5.0%	2.4%	3.7%	3.2%	3.7%	2.9%
Obligations en devises, CHF	-1.4%	6.6%	5.0%	4.2%	12.3%	10.9%	-7.6%	8.3%	-0.1%	8.7%	-17.7%	4.5%	-5.4%	8.1%	1.2%	8.3%	1.9%	7.7%
Obligations en devises, Local	0.7%	2.5%	3.7%	2.6%	8.6%	4.4%	1.0%	3.0%	3.4%	3.1%	-2.6%	0.8%	1.7%	2.9%	3.8%	3.3%	3.8%	3.0%
Immobilier direct CH	4.7%	0.1%	5.0%	0.2%	4.5%	0.2%	5.0%	0.2%	4.8%	0.1%	6.1%	0.7%	5.2%	0.4%	5.0%	0.3%	4.7%	1.0%
Immobilier indirect CH	3.4%	5.9%	-3.3%	5.6%	0.8%	7.6%	18.1%	4.6%	5.8%	7.6%	10.5%	4.6%	11.6%	5.9%	6.1%	6.4%	6.7%	6.1%
Immobilier étranger	20.1%	8.5%	-9.2%	16.1%	-61.5%	34.6%	33.7%	35.2%	16.8%	20.4%	-3.0%	12.0%	18.2%	25.3%	-4.8%	27.1%	6.4%	21.0%
Immobilier étranger	36.2%	9.5%	-6.0%	16.1%	-56.9%	34.7%	38.8%	35.8%	20.6%	20.4%	0.8%	11.9%	22.5%	25.6%	-0.6%	27.3%	12.5%	21.0%
Liquidités	1.6%	0.1%	2.6%	0.1%	2.5%	0.2%	0.4%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%	1.2%	0.3%	1.0%	0.3%
Hypothèques	3.0%	0.0%	3.2%	0.0%	3.3%	0.1%	2.8%	0.0%	2.7%	0.0%	2.7%	0.0%	2.7%	0.0%	3.0%	0.1%	3.1%	0.1%



«instantanés»). Néanmoins, du fait de l'obligation faite aux institutions de garantir à tout moment la couverture intégrale (100%) de leurs engagements, à l'exception de certaines caisses publiques financées selon un système mixte, l'équilibre financier à court terme, durant l'année calendaire et comptable, joue aussi un rôle crucial, ne serait-ce que parce que les déséquilibres financiers déclenchent nécessairement des mécanismes d'assainissement (contribution extraordinaire de l'employeur, réductions de prestations, hausses de contributions, etc.). Confrontées à des déséquilibres financiers, à des performances passées décevantes et à des perspectives de rendements futurs à tendance stagnante, les responsables de nombreuses institutions de prévoyance sont donc intéressés à limiter dans le court terme les fluctuations brutales (à la baisse) des positions les plus volatiles de leurs portefeuilles, pour en réduire le risque global. Dans le même temps, elles doivent toutefois préserver, à long terme, une allocation largement diversifiée par classes et sous-classes d'actifs, régions, pays, devises, styles de gestion, gérants, etc.

Trois sources de risques financiers principaux

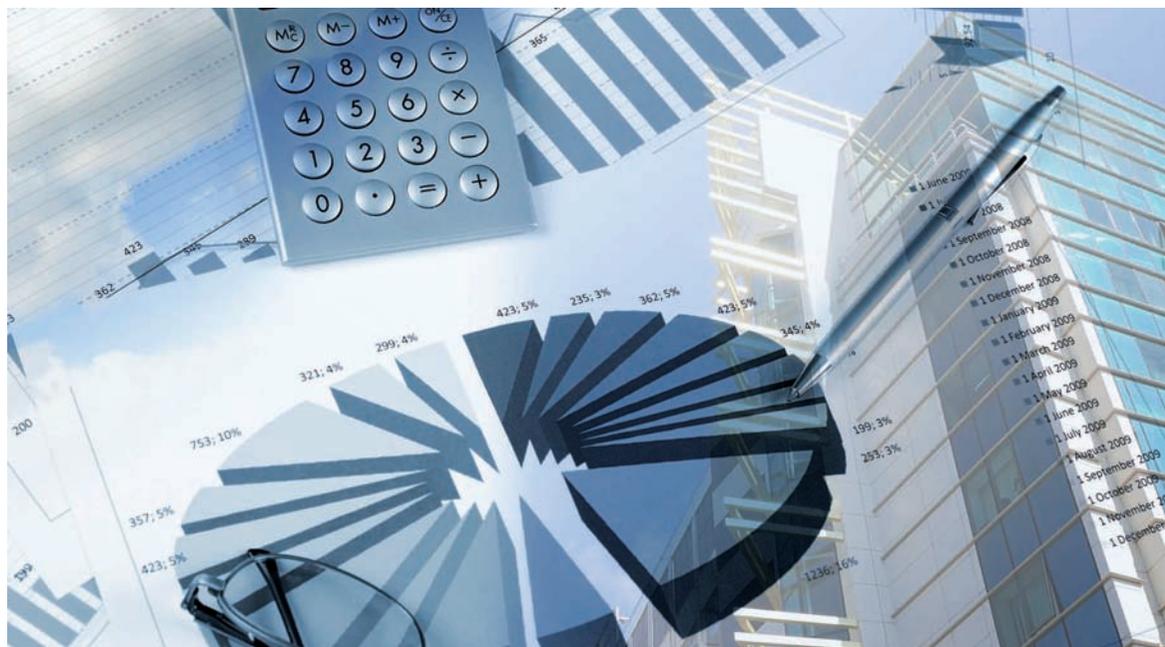
Sur le plan empirique, l'expérience montre que les performances des caisses de pension sont affectées surtout par trois risques de volatilité. Par ordre croissant d'impact, il s'agit de la volatilité des taux d'intérêt, en particulier la hausse des taux en franc suisse (l'impact se fait sentir non seulement sur les portefeuilles obligataires, mais aussi sur les placements immobiliers), de la volatilité des changes du franc suisse par rapport

aux principales devises (EUR, USD), en particulier la baisse tendancielle de ces devises par rapport à la devise helvétique, et de la volatilité des marchés des actions, suisse et étrangers, spécifiquement la baisse brutale et prononcée de ceux-ci lors de périodes de crises. Des mouvements de grande ampleur de ces trois déterminants majeurs affectent ainsi de manière prononcée l'ensemble des portefeuilles des caisses de pension suisses, par le jeu des corrélations (entre classes d'actifs et devises).

Expansion de la gestion indicielle et ses conséquences

La gestion indicielle a connu une expansion considérable dans les portefeuilles des institutionnels helvétiques, durant la dernière décennie, surtout dans le segment des actions blue chips domestiques et étrangères, ainsi que, plus récemment, dans celui des obligations de débiteurs étatiques. On estime qu'entre 40 et 50% environ des valeurs mobilières des plus grandes caisses de pension suisses sont actuellement gérées de manière indicielle. Deux facteurs sont à l'origine de ce développement. D'une part, la volonté de réduire les coûts totaux de la gestion de fortune et, d'autre part, des déceptions fréquentes avec les performances de la gestion active. L'approche présente toutefois un handicap significatif, car durant les crises, l'investisseur institutionnel ne bénéficie d'aucune protection à la baisse et subit donc de plein fouet les effets de la dégringolade, les gérants indiciels ne pouvant prendre aucune mesure active ou de couverture des positions. De nombreux institutionnels recherchent désormais ➔

Placements alternatifs: Performances et volatilités historiques annualisées, au 31.07.2011, sur 1,3,5, et 10 ans																		
Classes d'actifs	2006		2007		2008		2009		2010		2011		sur 3 ans (2009-2011)		sur 5 ans (2007-2011)		sur 10 ans (2002-2011)	
	Performance	Volatilité	Performance	Volatilité	Performance	Volatilité	Performance	Volatilité										
Private Equity (coté), EUR	16.7%	11.9%	-18.5%	15.1%	-91.4%	37.1%	48.0%	43.9%	36.3%	16.2%	-22.8%	18.0%	25.9%	30.3%	-8.8%	32.0%	2.3%	25.9%
Hedge funds, USD	13.1%	4.4%	12.0%	5.0%	-20.5%	9.8%	17.3%	4.7%	10.6%	6.0%	0.1%	4.9%	10.5%	5.5%	4.2%	7.4%	6.9%	5.8%
Matières premières, CHF	9.9%	13.6%	16.0%	12.5%	-27.3%	31.8%	11.7%	13.8%	12.4%	14.4%	-22.8%	14.2%	3.4%	14.3%	-0.5%	19.2%	8.9%	16.8%
Matières premières, USD	17.4%	14.1%	21.7%	10.3%	-28.6%	32.7%	22.4%	15.0%	17.9%	17.9%	8.9%	11.4%	17.3%	15.0%	8.4%	19.9%	15.6%	16.8%



■ des solutions combinant favorablement les avantages de la gestion indicielle avec ceux d'une limitation des risques en phases de baisses.

Currency overlay et risk overlay

Une autre mutation des placements des caisses, durant la dernière décennie, a été la diversification prononcée des portefeuilles par classes et sous-classes d'actifs, régions, pays, devises, mais aussi styles de gestion, gérants, produits et services (mandats, fonds, fonds de fonds, produits structurés). Il en est résulté non seulement une plus grande diversité, mais aussi plus de complexité. Dans ce contexte, des institutionnels font le choix de préserver les équilibres patiemment mis au point et d'attribuer la gestion de certains risques particuliers (plutôt que des catégories d'actifs) à des gérants spécialisés, qui interviennent au niveau de l'ensemble des portefeuilles. Il s'agit des gérants d'overlays. On en distingue deux types principaux. Pour leur part, les gérants de currency overlays gèrent, au niveau consolidé, l'exposition aux devises principales en s'efforçant de réduire la volatilité des cours de change, c'est-à-dire l'amplitude des fluctuations de change, et de diminuer les pertes liées aux positions en devises étrangères. Quant aux gérants de risk overlays, ils s'attachent principalement à réduire l'amplitude des fluctuations de cours, et surtout les pertes dans le court terme liées à la baisse des actifs les plus volatils, en particulier les actions.

Les deux groupes de gérants recourent en principe aux mêmes instruments et techniques, à savoir des couvertures constituées d'opérations à termes (sur devises ou indices), des futures et des options (en particulier des puts). Dans les deux cas, les techniques de gestion sont essentiellement, voire exclusivement, quantitatives, et fondées sur des applications quantitatives, des algorithmes et l'utilisation de signaux spécifiques, lesquels déclenchent ensuite les actes d'achat, de ventes et donc de couvertures.

Contraintes légales

Les contraintes légales qui pèsent sur la gestion des portefeuilles des caisses de pension sont nombreuses et relativement lourdes. Néanmoins, confrontées à la nécessité de réaliser des performances convaincantes dans un environnement hostile (périodes de boom & bust, dépréciation des principales devises par rapport au franc, etc.), les caisses de pension helvétiques ont opté à bon escient pour une diversification prononcée de leurs placements. Des développements récents, tels que le currency overlay ou le risk overlay, présentent de réels avantages sur le plan d'une meilleure gestion des risques et, souvent, d'une amélioration de la performance. Mais il est indéniable aussi que ces applications techniques accroissent de manière sensible la complexité des processus et techniques de gestion. ■

Indices de référence (benchmarks) et séries statistiques utilisés				
Classes d'actifs	Indices utilisés	Données quotidiennes	Données mensuelles	Début de la série
Actions CH	Swiss Performance Index SPI (TR)	x	x	déc.89
Actions monde, USD	MSCI World Index (TR), USD	x	x	déc.89
Obligations CH	Swiss Bond Index SBI AAA-BBB (TR), avant 1/2007 SBI (TR)	x	x	déc.89
Obligations en devises, CHF et local currency	Citi Citigroup World Global Bond Index WGBI (TR)	x	x	déc.89
Immobilier direct CH	KGAST Immo-Index (TR)		x	janv.97
Immobilier indirect CH	SWX Immobilienfonds Index (TR), avant 2/1995 Rüd Blass Immofonds Index		x	déc.89
Liquidités	LIBOR 3M, avant 1/1997 Citigroup CHF 3 Months EuroDep	x	x	déc.89
Hypothèques	BNS: Prêts Hypothécaires en 1er rang		x	déc.89
Immobilier étranger, hedged CHF	EPRA/NAREIT Global Index, Hedgé CHF		x	déc.89
Private Equity, EUR	LPX50 (TR), EUR		x	déc.89
Hedge funds, USD	Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index (TR), USD		x	déc.93
Matières premières, CHF et USD	Dow Jones-UBS Commodity Index Enhanced (Diapason) (TR)	x	x	déc.89