

# Les caisses de pension seraient davantage attirées avec une transparence et une liquidité supérieures

**Institutionnel** De toute évidence, les caisses de pension avaient une opinion plus contrastée que les privés à propos de l'emploi de ces instruments; elles ont aussi accès à des solutions plus ciblées, moins coûteuses et mieux adaptées à leurs besoins de placement

Par Dominique Ammann\*

Parmi les produits structurés, il faut tout d'abord opérer une distinction entre les produits indiciaires, les certificats indiciaires et les différents produits à composantes d'option. Les certificats indiciaires tentent de reproduire un indice ou un panier clairement défini composé de différentes actions. Les certificats indiciaires sont donc un type de placement indiciaire, au même titre que les mandats de gestion de fortune indiciaire sous la forme de placements individuels ou d'Exchange Traded Funds (ETF). En règle générale, les caisses de pension disposent de volumes de placements suffisamment importants pour recourir aux mandats individuels. Les mandats individuels sont moins coûteux que les certificats indiciaires. De plus, comme pour tous les produits structurés, il faut garder à l'esprit que, contrairement aux mandats individuels ou aux ETF, les certificats indiciaires impliquent un risque de contrepartie. L'émetteur du certificat indiciaire garantit le rendement de l'indice, ce qui n'est pas le cas avec un mandat lié à un indice d'actions, où l'investisseur est propriétaire des actions. Dans le cas d'un ETF, l'investisseur est protégé par la loi sur les fonds de placement. Il va de soi que le risque de l'émetteur peut être réduit au minimum par le choix d'une contrepartie bénéficiant d'une note élevée; toutefois, le risque de contrepartie n'est pas indemnisé. Dans le meilleur des cas, le certificat indiciaire garantit le rendement

de l'indice moins les frais mais n'offre aucune prime pour le risque de l'émetteur. C'est ce qui explique que les certificats indiciaires liés à des indices d'actions n'attirent guère les faveurs des caisses de pension.

**Habituellement, le certificat indiciaire garantit le rendement de l'indice, moins les frais, mais n'offre pas de prime pour le risque de l'émetteur**

Le tableau est tout autre avec les placements en matières premières. Par rapport aux placements en actions, cette catégorie de placements est nettement moins répandue au sein des caisses de pension, les volumes investissables sont de ce fait plus réduits et le recours aux mandats individuels est réservé aux grandes caisses de pension. Les placements en matières premières s'effectuent généralement sous la forme de contrats à terme. Pour pouvoir faire face à la problématique «déport/report» («backwardation/contango»), de nombreuses caisses de pension qui ne sont pas toujours couvertes par l'offre d'ETF. La seule option ici, ce sont les certificats indiciaires, qui sont susceptibles de répondre à ces besoins. Dans ce cas, les investisseurs sont également prêts à supporter le risque de l'émetteur sans indemnisation.

Les produits structurés à composantes d'option sont de loin les plus nombreux. Quand une caisse de pension recourt à ce type d'instrument, elle doit se demander si elle le fait à des fins stratégiques ou tactiques. L'emploi stratégique de produits structurés est judicieux lorsque la caisse de pension cherche une solution adaptée à la structure de ses engagements ou qu'elle aimerait couvrir un risque de placement à long terme. A ce jour, il n'existe pas encore de produits structurés qui tiennent compte des obligations de prestations des caisses de pension. Si, à l'avenir, les «Liability Driven Investments» (LDI en abrégé) devaient gagner en importance auprès des caisses de pension, il est probable qu'une offre ad hoc de produits structurés serait lancée sur le marché.

En revanche, il existe déjà aujourd'hui une multitude de produits de protection du capital permettant de couvrir les risques de placement. Toutefois, la plupart de ces produits offrent des durées trop courtes par rapport aux engagements à long terme d'une caisse de pension. Si ces produits de couverture à court terme sont utilisés plusieurs fois consécutivement, il peut en résulter des coûts de couverture élevés en cas de stagnation des marchés. Les produits de protection du capital à long terme, d'une durée de 10 ans par exemple, n'offrent pas de véritable sécurité aux caisses de pension car le rendement nécessaire pour leur permettre de faire face à leurs engagements (typiquement entre 4 et 5% par an) est loin d'être

atteint en raison des frais de couverture.

Les produits structurés peuvent également être utilisés à des fins tactiques. La gestion tactique des placements a pour objet d'exploiter des prévisions à court terme de manière à réaliser des bénéfices. De nombreuses prévisions (hausse ou baisse des taux ou des cours des actions, hausse ou baisse de la volatilité du marché, etc.) peuvent être exploitées efficacement avec des dérivés «plain vanilla» bon marché, tels ceux négociés à l'Eurex. Pour de gros volumes, il peut être utile de demander des offres auprès de plusieurs banques. Cela permet d'obtenir des prix compétitifs.

Un grand nombre de produits structurés possèdent aussi des composantes «exotiques», tels qu'un niveau de «knock-in» ou de «knock-out». La pratique montre que la simple analyse des tendances en matière de rendement (hausse ou baisse d'une action ou d'un indice d'actions) est déjà très difficile. Il est donc permis de douter de la possibilité de formuler des prévisions judicieuses pour des situations complexes, chose nécessaire pour réaliser un bénéfice avec des produits comportant des options exotiques. Quel investisseur peut par exemple réellement prévoir si, pendant une période donnée, une action va ou non passer au-dessous d'un niveau de «knock-in» prédéfini?

Par ailleurs, il faut garder à l'esprit que plus les produits structurés sont «exotiques», plus les coûts implicites sont élevés et plus il est difficile de fixer le «juste» prix du produit structuré. Les produits de

ce genre ne peuvent pas non plus être évalués facilement à l'aide d'une formule de prix d'option. Dans ce domaine, c'est le savoir-faire de l'ingénieur financier qui compte car il est capable de prédire l'évolution et de déterminer avec précision les coûts de ces produits en se basant sur des simulations. Généralement, les prestataires qui proposent des produits structurés possèdent ce savoir-faire. En revanche, pour de nombreux investisseurs, l'analyse et l'évaluation de produits exotiques reste un exercice périlleux. Cette asymétrie dans le savoir-faire explique que les coûts implicites des produits structurés soient relativement élevés. Plus les produits sont complexes, plus le benchmarking et partant l'éva-

**A ce jour, il n'existe pas encore de produits structurés qui tiennent compte des obligations de prestations des caisses de pension**

luation du succès deviennent difficiles. Pour ces raisons et compte tenu du manque de transparence qui en résulte, de nombreuses caisses de pension renoncent à recourir aux produits structurés complexes.

La dépendance de l'émetteur incite également les caisses de pension à faire preuve de retenue à l'égard des produits structurés.

Comme, en règle générale, le marché pour ces produits n'est garanti que par l'émetteur, il existe un risque de liquidité. Si les produits structurés ne répondent pas aux attentes des investisseurs et que ceux-ci souhaitent liquider leurs positions, ils sont tributaires du prix fixé par le faiseur de marché, en l'occurrence l'émetteur. Selon le prix proposé, l'investisseur doit encore prendre en charge des coûts supplémentaires qu'il a peut-être négligés au moment du choix du produit.

L'avenir montrera si les produits structurés, après avoir séduit les investisseurs privés, sauront également convaincre les investisseurs institutionnels. Tous les efforts déployés par les prestataires pour accroître la transparence et la liquidité de ces produits peuvent y contribuer. Indépendamment de cela, avant tout investissement dans des produits structurés, les caisses de pension doivent se poser les six questions suivantes:

1. Le produit répond-il à mes besoins de placement?
2. Ce besoin de placement ne peut-il pas aussi être satisfait avec des dérivés simples?
3. Quels sont les opportunités et les risques de marché liés au produit?
4. Quel risque de contrepartie est lié à ce produit?
5. Comment la liquidité du produit est-elle garantie?
6. Quels sont les frais visibles et invisibles d'un produit structuré?

\* Partner, PPCmetrics SA