

L'invité

# La stratégie des caisses de pension face à la crise

Pascal Frei\*

« On le sentait venir depuis quelques mois, on s'y préparait mais on espérait tout de même avoir encore quelques semaines de répit avant de peut-être plonger dans la crise boursière. La pondération des actions dans notre portefeuille restait supérieure à notre objectif de long terme, mais le premier trimestre 2008 nous permettrait certainement de la diminuer. Malheureusement, les marchés n'ont pas résisté plus longtemps aux mauvaises nouvelles du secteur financier englué dans la crise des «subprime» et notre portefeuille se trouve actuellement sous-pondéré en actions. Alors que faire? Vendre ce qui reste?»

**La constance dans l'exposition des portefeuilles aux différents marchés est la meilleure recommandation qui puisse être faite**

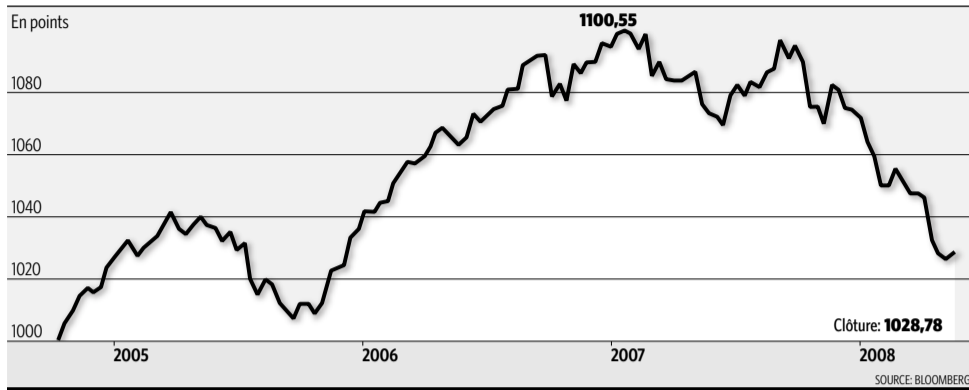
Ces réflexions ont traversé l'esprit de plus d'un gérant de caisses de pension, ces dernières semaines. Même si l'expérience acquise par les institutions de prévoyance depuis 1985 montre que les phases de hausse ont toujours été plus fortes que les périodes de baisse, l'inquiétude guette et réveille les mauvais souvenirs de la crise vécue entre 2001 et mars 2003. Quelles paroles rassurantes peut-on alors apporter aux assurés? Quels enseignements peut-on tirer des récents événements?

Il est premièrement utile de rappeler qu'un élément central dans la gestion des caisses de pension est la réserve pour fluctuations de valeurs. Cette dernière permet d'absorber les



\*CFA  
Senior  
Consultant  
PPCmetrics SA

## Evolution de l'indice LPP 25



chocs boursiers et d'assurer les prestations promises. Ces réserves, bien que faibles, voire inexistantes à la sortie de la crise des dotcoms, atteignent de nouveau, en 2007, des niveaux permettant de voir venir l'avenir proche avec une certaine sérénité. La crise actuelle rappelle toutefois qu'il convient de pas se laisser gagner trop rapidement par l'euphorie lors des phases haussières et de toujours alimenter les réserves pour fluctuations de valeurs afin d'atteindre la valeur cible se situant pour la plupart des institutions de prévoyance entre 15% à 20% du montant des engagements.

De plus, il convient de se rappeler que les institutions de prévoyance disposent d'un long horizon d'investissement. Les turbulences à court terme, même fortes, ne devraient pas influencer les décisions stratégiques. Il serait donc erroné de se lancer dans des investissements inconsidérés du type produits structurés offrant une garantie coûteuse et inutile pour un investisseur de long terme et encore moins judicieux de modifier la stratégie d'investissement au

premier soubresaut du marché. Enfin, il est important de ne pas s'écarter trop fortement de la stratégie fixée. A ce titre, une forte sous-pondération en actions, résultant de la baisse de ces derniers mois, pourrait s'avérer coûteuse en cas de rebond des marchés. Il est vrai qu'il peut paraître actuellement imprudent de détenir beaucoup d'actions dans son portefeuille, mais combien de temps durera la crise? Un trimestre, un semestre, un an ou plus? Bien malin sera celui qui pourra le prédire! De plus, lorsque les marchés se reprendront, il sera sans doute trop tard pour profiter du rebond. De nombreuses études montrent qu'un rebalancement trimestriel à la stratégie fixée génère à long terme et après déduction des frais de transactions les meilleurs résultats. Du reste, les caisses qui suivent ces principes auront limité leurs pertes en vendant régulièrement des actions ces dernières années alors que les marchés actions montaient. Evidemment, il serait préférable de pas détenir d'actifs risqués en temps de crise et être massivement exposé aux actions en période de hausse. Toutefois, en raison de l'extrême difficulté à prévoir ces

cycles, la constance dans l'exposition des portefeuilles aux différents marchés est la meilleure recommandation qui puisse être faite.

Comment réagissent les caisses de pension en ce début d'année 2008? La plupart des caisses de pension ont encore en mémoire la crise financière du début de la décennie et subissent les turbulences actuelles avec un certain recul. Il convient, toutefois, d'espérer que ce pragmatisme ne les abandonnera pas si la baisse des marchés actions devait perdurer.

La précédente crise avait démontré les bénéfices de la diversification. La plupart des caisses de pension disposent aujourd'hui de portefeuilles relativement bien diversifiés. A titre d'exemple, les obligations suisses, tant décriées pour leur faible rendement ces dernières années, permettent d'amortir le choc et dégagent une performance de +0,91% à fin février 2008. Les fonds immobiliers suisses retrouvent aussi les faveurs des investisseurs et généraient une performance de +4,01% sur les deux premiers mois de l'année. Enfin, l'effondrement de certains hedge funds prouve que la diversification des investissements alternatifs dans plusieurs fonds de hedge funds poursuivant des stratégies différentes est une approche prudente et bénéfique en temps de crise profonde.

Il est vrai que les marchés semblent s'emballer et que les cycles de hausses et de baisse se raccourcissent. Ce phénomène ne facilite certes pas la gestion d'une caisse de pension. Toutefois, nos institutions de prévoyance doivent évoluer dans cet environnement et n'ont pas d'autre choix que de s'y adapter. Nous ne pouvons donc que leur conseiller de rester fidèles aux principes de base qui ont fait leurs preuves par le passé: constance, pragmatisme et vision à long terme, car cette crise n'est sûrement pas la dernière et les marchés se relèveront.

## Périscope

### Kaspar Villiger veut éviter un flot de réglementations

● Lorsqu'un marché semble faillir, l'appel à de nouvelles réglementations ne tarde pas, mais la liberté entrepreneuriale est importante pour que se développe la créativité et que les entreprises contribuent à la croissance, écrit sur une pleine page de la NZZ Kaspar Villiger, ex-conseiller fédéral et aujourd'hui administrateur

Neue Zürcher Zeitung

du quotidien. Les réglementations qui répondent à la crise du «subprime» doivent se fonder sur une triple légitimité politique: la protection des consommateurs, la limitation d'une information asymétrique à travers des règles de transparence et la garantie de la stabilité du système financier. Ces dernières années, les réglementations n'ont cessé de croître en finance sous l'impulsion d'organisations internationales. C'est à ce niveau, plus proche du marché que les autorités nationales, que doit se poursuivre l'effort. Mais ces nouvelles réglementations ne doivent se compléter à la propre initiative et à la réflexion au sein des entreprises. La crise permet aussi de répondre à des questions de fond: est-il normal que la politique et les banques centrales essaient de stimuler la conjoncture par tous les moyens, empêchent ainsi le nécessaire ajustement des structures et plantent les germes de la prochaine crise.

### Le boom du private equity n'était qu'un truc maladroit

● Michael Gordon, chef de l'investissement institutionnel pour Fidelity, veut démystifier le private equity, parle d'un truc maladroit de l'ingénierie financière qui s'appuyait uniquement sur de bas taux d'intérêt et de financement. Dans le Financial Times, il estime que les transactions n'étaient que des opérations d'endettement. Il serait temps qu'il redevienne le superbe modèle qu'il a été.

### La chute du dollar pourrait conduire à la stagnation

● Un phénomène étrange se produit sur le marché obligataire américain, écrit Ronald Mc Kinnon, professeur à l'Université de Stanford dans le Wall Street Journal. Les taux d'intérêt offerts sur les titres du Trésor américain ont chuté, en dessous de zéro sur certains papiers à très court terme. Les taux réels des emprunts qui protègent de l'inflation (TIPS) sont négatifs. La fuite vers la qualité s'est traduite par un assèchement des obligations du Trésor. Une moindre offre et une forte hausse de la demande expliquent l'évolution des rendements. La cause ultime du problème est à chercher dans la fuite hors du dollar. Les banques centrales étrangères accumulent ces obligations américaines pour éviter que leur monnaie ne s'apprécie trop vite. Pour stabiliser son taux de change, la Fed doit arrêter de baisser ses taux directeurs, sous peine de créer un cercle vicieux. Et elle doit agir directement sur les monnaies en coopérant avec d'autres pays. Sinon, le génie de l'inflation va sortir de sa bouteille.

### L'Europe se trouve sur la mauvaise pente

● Inflation au plus haut, moral au plus bas. L'Europe semble engagée sur une pente savonneuse. Après une décennie d'austérité salariale sévère, la hausse de 5,2 obtenue

Les Echos

il y a un mois par les métaux allemands n'a pas été ressentie comme une catastrophe par les professionnels du secteur. Il faudrait connaître en détail les coulures avalées par chaque camp. Mais ce type de rattrapage pourrait faire bouler de neige, selon l'éditorial des Echos. Si la Confédération européenne des syndicats réussit, samedi, son opération de mobilisation au nom du pouvoir d'achat, les risques de contagion seront réels. E. G.

## Analyse

# Le processus de désendettement va-t-il retarder le rebond?



Emmanuel Garessus

La sévérité de la crise financière peut-elle encore être ignorée du grand public? Non, bien sûr. Par contre, certains experts l'ignorent. Les analystes financiers prévoient des augmentations de bénéfices des entreprises américaines de 15% en moyenne cette année et de 14% l'an prochain. Pourtant, ceux-ci atteignent des niveaux records en 2007. Comment l'économie américaine peut-elle traverser une récession et s'accompagner d'une augmentation de la rentabilité des sociétés?

L'Amérique est en récession. 71% des économistes pensent que le PIB des Etats-Unis s'est contracté en ce début d'année. Mais après le coup de frein, l'accélération ne tardera pas, selon l'opinion majoritaire. L'économie rebondira nerveusement sous l'effet de la double action des banques centrales et de la politique budgétaire. C'est le scénario en V. Celui que chacun souhaite, même s'il s'accompagne de redoutables effets secondaires. D'une part, les causes profondes de la crise seraient rapidement oubliées, évitant les profondes transformations des systèmes d'incitation et de contrôle du risque. D'autre part le bateau de la titrisation continuerait de naviguer sur des voies fort peu balisées, celles des activités hors bilan et sans fonds propres.

Ce scénario omet pourtant bien vite le douloureux processus de désendettement qui attend tous les acteurs. La crise de crédit

importe pourtant davantage que la diminution de la demande provoquée par la baisse de l'immobilier et des actifs financiers. C'est pourquoi ce scénario en V est peu probable.

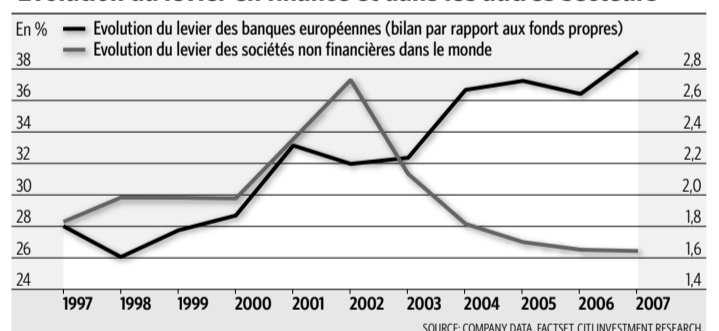
Même Goldman Sachs, qui sort grandie de la crise, n'y croit pas. Son chef économiste, Jim O'Neill, prend ses distances avec le consensus et prévoit une baisse plus forte, et modeste accalmie et une deuxième baisse en 2009. Car deux facteurs structurels pèsent sur les entreprises américaines, le long processus de normalisation du système de crédit et la perte progressive du pilier du système, le consommateur.

**Cette crise n'a aucune ressemblance avec les conditions qui précèdent une récession**

La prochaine reprise conjoncturelle n'interviendra pas avant 2010, à son avis. Son scénario économique prend donc la forme d'un U, ou, pour intégrer un rebond intermédiaire, d'un W. Il ne partage pas davantage l'idée d'une baisse encore plus profonde. Car les pays émergents alimentent la demande et l'économie mondiales.

Jim O'Neill n'est-il pas encore trop enthousiaste? Ceux qui savent ne font pas de prévision, et ceux qui prévoient ne savent pas, disait Lao Tseu, cité par Marc Faber dans son «Gloom, Boom & Doom Report». Cette crise n'a aucune ressemblance avec un habituel pic économique ou avec les conditions qui laissent présager une future récession, selon l'économiste Peter Bernstein, 88 ans. Il y a eu un excès de consom-

## Evolution du levier en finance et dans les autres secteurs



mation et non d'investissement. L'Amérique s'est noyée dans un cocktail qui marie une bulle immobilière à une forte dose de dette. La mixture met à mal bien des bilans.

La crise du crédit frappe quantité d'acteurs de la première économie au monde, mais épargne les entreprises, dit-on pour nourrir les prévisions des analystes. Sans doute bercés par le discours des managers qui leur montrent des carnets de commandes bien remplis pour de longs mois, ils se trompent.

Le consultant McKinsey critique vertement cette attitude qui évite une sérieuse préparation à des événements plus désagréables. «Ce serait une erreur car des plans d'urgence seront probablement nécessaires», écrit-il dans sa dernière étude. Les bénéfices des entreprises pourraient fondre de 40% à partir des pics de 2007, si l'on se base sur les tendances à long terme.

C'est le développement du processus de désendettement qui déterminera le cours de l'économie. Un processus purement financier qui permettra de distinguer les acteurs solides des autres. Il n'y a pas de découplage économique, mais un découplage financier, écrit Citigroup dans sa dernière note. Tous ceux qui ont une relation avec le crédit sont

pénalisés. Des obligations américaines de très bonnes sociétés ont plongé simplement parce que leurs détenteurs endettés devaient s'en séparer.

Les banques, qui ne se font plus confiance entre elles, sont les premières touchées. Et pour cause: elles ont massivement accru son endettement. En 1998, le levier (ratio des actifs aux fonds propres) était de 26 fois et il a explosé à 40 fois l'an dernier. Leur rendement des fonds propres dépassait de 60 à 80% la moyenne historique, sous l'effet d'une titrisation démesurée et de l'emploi déraisonnable des opérations hors bilan. Mais l'histoire a une fin, si l'on voulait paraphraser Fukuyama.

Les entreprises non financières ont réduit leur endettement ces dernières années. Mais si leurs clients, leurs actionnaires ou leurs créanciers sont endettés, elles souffrent également.

Le processus de désendettement fait très mal, mais les banques centrales et les plans de relance apaiseront la douleur par une politique accommodante. Personne ne sait combien de temps nécessite la cure de désintoxication au crédit. Mais la prudence incite à ne pas trop écouter les vendeurs de rêves. Mieux vaut se préparer à un scénario en L et être surpris en bien.