

L'invité

# Les effets majeurs pour les caisses de pension de la réforme des indices

Pascal Frei\*

Ces dernières semaines ont vu la Bourse suisse (SWX) apporter des modifications à ses indices phares que sont l'indice des obligations suisses, le Swiss Bond Index (SBI), et l'indice des actions suisses, le Swiss Market Index (SMI). Ces changements ne vont pas rester sans incidence sur les caisses de pension suisses qui investissent en moyenne 40% de leurs actifs dans ces deux classes d'actifs.

Rappelons brièvement les principaux changements encourus par les deux indices précités. Le SBI se composait précédemment d'obligations dont le rating minimum était de AA-. La qualité moyenne des obligations contenues dans l'indice était alors élevée. Le nouvel indice pourra inclure des obligations ayant un rating de BBB-, ce qui représente un élargissement de l'indice et permettra de couvrir de manière plus complète l'univers d'investissement. L'amélioration de la représentativité du nouveau SBI s'avère principalement vraie pour le segment étranger (le SBI est composé de deux sous-indices: le SBI Domestic et le SBI Foreign) dont le rating des obligations se limitait auparavant à AAA, soit un univers plus restreint que le nouveau (jusqu'à BBB-).

**Contrairement aux changements positifs touchant le Swiss Bond Index, les modifications de la famille SMI ne vont pas dans le sens d'une meilleure représentativité**

La modification du SBI entraînera, entre autres, un accroissement du nombre d'obligations présentes dans l'indice et une augmentation du segment étranger (en CHF). Le nouveau SBI sera donc plus représentatif du marché obligataire suisse, ce qu'on ne peut qu'applaudir.

La SWX réorganise aussi la famille des indices boursiers des actions suisses. Le plus connu, le SMI, va se retrouver amputé d'environ 20% des entreprises qui le composent, pour ne contenir que les 20 plus grandes capitalisations du marché. Il va sans



\*Senior Consultant  
PPCmetrics SA

dire que le SMI qui était déjà très concentré (au maximum 30 titres pouvaient le composer) va devenir encore moins représentatif du marché suisse.

En parallèle, la SWX crée aussi un indice «plafonné» des 30 plus grandes capitalisations en limitant le poids des quatre plus grosses que sont Novartis, Roche, Nestlé et UBS à 9% et les suivantes à 4.5%. Quelles que soient les raisons (contraintes légales, commerciales, etc.) ayant poussé à la création de ce nouvel indice, le SMI plafonné ne réunit pas les caractéristiques d'un indice de référence et s'apparente plus à un produit qu'à un indicateur de la performance dont la mission première est de représenter au mieux un marché donné.

Les autres indices de la famille SMI sont aussi légèrement modifiés. Le SMIM qui contenait les 30 capitalisations les plus grandes et les plus liquides, après celles présentes dans le SMI, continuera à représenter le segment des mid-cap. Toutefois, en raison des changements dans la structure du SMI, le SMIM contiendra six titres actuellement présents dans le SMI mais retirés du nouveau SMI. Parallèlement, les six plus petites capitalisations de l'actuel SMIM en seront exclues afin de maintenir le nombre de titres à trente.

Le SMI Expanded qui réunit le SMI et le SMIM sera aussi indirectement modifié en raison des changements touchant les SMI et SMIM. Contrairement aux changements positifs touchant le SBI, les modifications de la famille SMI ne vont pas dans le sens d'une meilleure représentativité des indices. Certes ils améliorent la cohérence avec les indices SPI. Cependant il faut rappeler que la plupart des investisseurs institutionnels n'utilisent pas le SMI mais le SPI comme indice de référence pour les actions suisses. La modification du SMI et la création du SMI «plafonné» ont, en fait, plus d'importance pour les banques qui pourront offrir de nouveaux produits que pour les caisses de pension.

Les caisses de pension verront la diversification de leur portefeuille obligataire s'améliorer presque automatiquement. La modification du SBI va toutefois nécessiter une adaptation des portefeuilles. Il ne s'agira que d'une formalité si de nombreuses caisses n'avaient pas, dans leur règlement de placement, une limite quant au rating des obligations

pouvant être détenues en portefeuille. Cette dernière se situe souvent à A (Standard & Poor's) ou A2 (Moody's) ou à une qualité jugée équivalente si l'obligation n'a pas de rating. Les caisses de pension font donc face à un certain dilemme. Souhaitent-elles gérer leurs avoirs contre le nouveau SBI ou préfèrent-elles maintenir le niveau de risque de leur portefeuille obligataire constant? Dans le premier cas de figure, les caisses devront réviser leur règlement de placement qui définit, entre autres, l'ensemble des placements autorisés. Dans le second cas, elles devront conduire une réflexion sur l'indice obligataire qu'elles souhaitent adopter.

Le choix n'est pas trivial car le nouveau SBI, bien que plus représentatif, sera aussi plus risqué et moins liquide en raison de l'inclusion des obligations BBB. Une solution standard n'existe malheureusement pas. Chaque caisse de pension devra déterminer quel nouvel indice est le plus adapté à ses objectifs, à sa situation financière et à sa tolérance au risque.

Quant aux portefeuilles d'actions suisses, gérés contre le SMI, ils devraient gagner en liquidité grâce à l'accroissement de la capitalisation moyenne des sociétés présentes dans l'indice. En revanche ce gain de liquidité se fera au prix d'une diversification encore plus faible que précédemment. Les caisses de pension qui utilisent encore le SMI comme unique indice de référence pour les actions suisses devront vraiment reconsidérer ce choix. Le SPI s'avérerait plus judicieux car il possède l'avantage de parfaitement représenter l'univers d'investissement.

Les remaniements du SBI et dans une moindre mesure du SMI peuvent paraître de prime abord anodins. Toutefois, ces changements auront un fort impact sur les caisses de pension. Ils entraîneront de nombreuses discussions dans les comités de placement des caisses et engendreront un travail fastidieux (choix des indices, adaptation du règlement de placement et des contrats). De plus, le temps est compté puisque les versions actuelles des deux indices ne seront plus disponibles à la fin de l'année. L'importance de la tâche nous démontre encore une fois le poids du benchmark dans la gestion institutionnelle. Elle traduit indirectement l'essor de la gestion indiciaire dont une grande partie du succès dépend du juste choix de l'indice de référence.

## Périscope

### Les Etats-Unis ont créé 7,3 millions d'emplois en 3 ans

● La presse adore qualifier la croissance économique actuelle de «reprise sans emploi». Pourtant, l'an dernier, les Etats-Unis ont créé 2,2 millions d'emplois et 7,4 millions depuis le plus bas du cycle, à la mi-2003, selon l'éditorial du *Wall Street Journal*. Il faut être courageux pour se plaindre. Durant la précédente expansion de cinq ans, depuis 1991, le taux de chômage s'était établi en moyenne à 6,4%. Un chiffre à comparer aux 5,4%

### THE WALL STREET JOURNAL.

de la période 2001-2006. Et maintenant il n'est plus que de 4,6%. Il ne s'agit que d'emplois mal payés, aux yeux des critiques. Or, la croissance des salaires a été de 0,6% entre 1991 et 1996, et la hausse annuelle actuelle est en moyenne de 1,5% durant l'actuelle décennie. Le taux d'épargne est négatif, rétorque enfin l'opposition. Or le revenu pris en compte dans le calcul n'intègre ni les gains en capitaux, ni la hausse de la valeur immobilière, ni l'argent des retraites. L'Amérique a des soucis, mais ils sont dans d'autres domaines.

### Le retour du romantisme social en Autriche

● La nouvelle coalition gouvernementale autrichienne vient de complètement rater son départ, selon la NZZ. Le Parti socialiste, celui du chancelier, s'empresse de répondre aux désirs des groupes qui le soutiennent, alors que le ministre des Finances, conservateur, tente de défendre les réformes entreprises par le gouvernement précédent. Erwin Buchinger, ministre des Affaires sociales, tente pour sa part de faire de l'ombre à tous ceux qui avant lui ont joué le rôle de Robin des Bois. Le romantisme social à la mode autrichienne se traduit par exemple par le retour de l'impôt sur la fortune, pourtant supprimé par le gouvernement socialiste de 1993. On en espère «plusieurs milliards d'euros de recettes». Le 29 mars, la présentation du budget aura valeur de test. Malgré une croissance économique de 3%, on risque de présenter un déficit égal à 1,1% du PIB. Le gouvernement joue déjà sa crédibilité.

### Le modèle chinois n'est pas une panacée pour l'Afrique

● Pour être à la mode, les leaders africains se tournent vers le modèle de développement chinois. Ils l'apprécient surtout en tant qu'alternative à l'orthodoxie néolibérale. Mais ils font fausse route, selon le *Financial Times*. La Chine ne fait rien d'autre que ce que l'Occident a fait jusqu'ici. Pendant ce temps, les institutions occidentales défendent les mérites d'une bonne gouvernance et de la démocratie.

### FINANCIAL TIMES

La Chine offre des infrastructures et des crédits bon marché, contre des importations de textiles bon marché. Une Afrique protectionniste peut certes bloquer le commerce avec la Chine. Mais ce n'est pas son intérêt. L'Afrique a davantage à gagner en s'ouvrant au libre-échange. Plus la Chine se comportera comme l'Ouest et l'Afrique comme la Chine, et plus les deux y gagneront.

### Streiff chez PSA: le blues du généraliste

● Christian Streiff est intronisé à la tête de PSA Peugeot Citroën au moment où ce dernier souffre, concurrencé à la fois sur le haut de gamme par les allemands (BMW et Mercedes) et les japonais (Toyota), mais aussi sur le bas de gamme avec Hyundai et Skoda, selon les *Echos*. Impétueux et impatient, il devra aussi rester humble, car personne n'est à l'abri d'un échec. Nissan le montre aujourd'hui. **E. G.**

L'analyse

# Le modèle américain de la ville de Zurich



Emmanuel Garessus

Qui a dit que les idées d'Avenir Suisse sur les métropoles étaient trop éloignées de la réalité politique? Qui a fustigé le projet de Konrad Hummler d'une Suisse qui serait une métropole économique et financière et qui brillerait par son ouverture et son esprit libéral au centre de l'Europe? Qui a pris de haut les travaux du BAK Basel Economics sur la compétitivité des régions? Elmar Ledergerber et la ville de Zurich n'ont certes rien inventé lors de la présentation de leur vision à long terme. De toute manière l'objectif de 2025 est assez éloigné pour n'effrayer personne, diront les uns. C'est un moyen pour le «Stapi» (maire de la ville) de se profiler, railleront les autres. La paternité du concept importe peu. Zurich bouge! «La gloire et le repos sont choses qui ne peuvent loger en même gîte», disait Montaigne.

La première ville du pays se projette vers l'avenir et se place dans la concurrence internationale. Zurich accepte le «benchmarking». On mesurera sa performance en fonction des objectifs

fixés. Elmar Ledergerber fait sienne la devise de Sun Zi: celui qui n'a pas d'objectif est sûr de ne pas l'atteindre. Mais la ville de Zurich choisit-elle correctement ses objectifs?

L'OCDE, qui analyse 78 métropoles, emploie le terme à partir de 1,5 million d'habitants. Selon ses statistiques, Zurich en compte 2,5 millions et ne se place qu'au 40e rang des plus riches. Surprenant, non? Un lien direct est établi entre la taille des métropoles et le PIB par habitant. Une métropole est donc un moteur de croissance, d'emploi et d'innovation. Mais seulement jusqu'au point où elle devient mégapole et perd en efficacité.

Zurich a donc raison d'adopter une politique d'expansion. L'opération ne sera pas aisée. Dans un contexte «vert», le mot de croissance urbaine, créatrice de CO<sub>2</sub>, est banni. Il n'empêche. Ledergerber ambitionne une progression de sa population. Il aura bien des murs à franchir. Tant de projets sont enlisés dans les méandres de groupes d'opposition multicolores. D'ailleurs, Elmar Ledergerber est encore très emprunté sur sa stratégie. Il évoque des coopérations avec d'autres villes. C'est bien maigre.

Zurich en 2025? Le maire repousse vite le modèle de Hong Kong ou Singapour, capitales financières, entités financièrement solides, adeptes de l'esprit d'entreprise et des libéralisations.

Zurich, dont les trois quarts de l'impôt sur les entreprises et le quart de l'emploi viennent de la finance, aura beaucoup à gagner à porter son regard sur les places financières asiatiques les plus compétitives. Singapour offre une qualité de vie exemplaire et joue la carte de centre financier offshore de l'Asie.

Le maire préfère regarder à l'ouest, beaucoup plus à l'ouest, avec Boston et Seattle. La première, capitale des sciences de la vie, accueille Harvard et le MIT. C'est un modèle utile pour une Zurich du savoir. Toutefois Boston est chère et fiscalement très chère. Ses structures industrielles se rapprochent plutôt de Bâle que d'une Zurich où la biotech démarre à peine.

Le coup de cœur de Zurich pour Seattle tient à sa priorité au développement durable et son dynamisme. En termes de PIB par habitant et de productivité, elle mérite effectivement une médaille. Elle accueille des groupes dynamiques comme Amazon et Starbucks. Elle est proche de Redmond et donc de Microsoft. Bien sûr Google privilégie Zurich et y crée des centaines d'emplois. Mais c'est brûler les étapes d'envisager Zurich en métropole du Web. La technologie est en phase d'éclosion sur les bords de la Limmat. Il est heureux que les autorités s'aperçoivent du potentiel de ses universités, respectivement 5e en Europe pour l'EPFZ et

14e pour l'université de la ville, selon le classement de l'Université de Shanghai. Le modèle de l'EPF, comme celui du MIT, est la meilleure réponse aux enjeux de l'économie du savoir, flexible, pluridisciplinaire, proche de l'industrie, autonome. Zurich a une carte à jouer. Ses points forts dans l'innovation sont d'ailleurs d'être fort utiles à la finance.

Mais les autorités refusent-elles que le miroir leur renvoie l'image d'une place financière? Haut lieu de la gestion du risque, Zurich doit se profiler face à Londres, son concurrent numéro un. La City profite maintenant des erreurs de New York, mais elle a aussi ses problèmes, à commencer par son maire, Ken Livingstone. Caricaturé en Bonaparte, il

s'embourbe dans les problèmes de services publics et de sécurité. Londres offre un PIB par habitant bien supérieur à Zurich et des universités de qualité, mais une fiscalité bien moins attractive. Le maire zurichois devrait mieux lire son jeu. Parmi ses atouts, il n'y verrait pas seulement la qualité de vie, la santé des banques et une industrie de l'innovation naissante. Les impôts sont aussi à mettre dans la balance, grâce à la concurrence des régions limitrophes.

Péché mignon zurichois, on préfère les grandes américaines aux joies d'un leader européen. Et avec Seattle, on choisit une région où Boeing emploie 68 000 personnes. Zurich a un faible «unique» pour le transport aérien.

### Les métropoles selon le PIB par habitant

| Rang |               | PIB par habitant en milliers de dollars | Population en millions |
|------|---------------|---|------------------------|
| 1.   | San Francisco | 62,3                                    | 4,2                    |
| 2.   | Washington    | 61,8                                    | 5,1                    |
| 3.   | Boston        | 58                                      | 4,4                    |
| 4.   | Seattle       | 54,4                                    | 3,2                    |
| 13.  | Londres       | 46,2                                    | 7,4                    |
| 18.  | Paris         | 42,7                                    | 11,2                   |
| 23.  | Dublin        | 38,9                                    | 1,6                    |
| 26.  | Vienne        | 37,6                                    | 2,2                    |
| 28.  | Stockholm     | 36,7                                    | 2,2                    |
| 31.  | Lyon          | 35,2                                    | 1,6                    |
| 32.  | Munich        | 35,2                                    | 6,1                    |
| 38.  | Francfort     | 33,6                                    | 5,6                    |
| 40.  | Zurich        | 33,4                                    | 2,5                    |

SOURCE: OCDE, DÉCEMBRE 2006

SR