

Les leçons des performances et des risques de 2013

> Décryptage L'année dernière a été excellente pour les caisses de pension. Alors qu'en 2012, l'institution de prévoyance type sous-performait son benchmark de 13 points de base, elle le surperforme de plus de 40 points de base en 2013. Trois raisons principales expliquent ce résultat



Pascal Frei*

L'année 2013 fut un excellent cru pour les institutions de prévoyance helvétiques (IP). La performance moyenne s'est établie à plus de 5% et les stratégies les plus risquées ont même permis de réaliser des performances de plus de 11%. Rappelons que l'année 2012 avait déjà été caractérisée par des performances élevées, puisqu'en moyenne les caisses de pension avaient réalisé une performance de plus de 7%. Une analyse détaillée des performances de ces deux dernières années laisse apparaître une différence de taille. Alors qu'en 2012, l'institution de prévoyance type sous-performait son benchmark de 13 points de base, elle le surperforme de plus de 40 points de base en 2013. Trois raisons principales expliquent ce résultat.

La première source de surperformance, et probablement la principale, provient de l'allocation des portefeuilles qui présentait un léger biais en actions au

début de 2013. En effet, les marchés actions avaient réalisé des performances se situant entre 14 et 17% en 2012, poussant ainsi le poids relatif des actions dans les portefeuilles au-dessus de leur pondération stratégique. Les performances 2012 couplées à une certaine pro-cyclicité dans la gestion de l'allocation d'actifs ont ainsi permis à de nombreuses IP de battre leur benchmark en 2013 grâce à une prise de risque supérieure à leur politique de placement. Par contre, l'analyse détaillée des résultats relatifs obtenus par les gérants actifs tant en actions suisses qu'en actions internationales ne permet pas de conclure que ces derniers aient contribué positivement à ce résultat.

La seconde source de surperformance provient de l'immobilier suisse, qui représente entre 15 et 30% de l'allocation d'actifs des IP. Si l'année 2012 a vu toutes les formes de placements immobiliers (direct, titrisé coté ou non) réaliser des performances homogènes, l'année 2013 a été caractérisée par des performances stables et positives pour l'immobilier non coté, alors que sa contrepartie cotée achevait l'année dans le rouge (-2,77%). De plus, certaines IP disposant d'un parc immobilier ont continué, comme nous l'observons depuis

quelques années, à réévaluer leurs biens immobiliers. Ces gains en capital, parfois massifs, ont contribué à la réalisation de performances très supérieures aux principaux benchmarks. Ce phénomène de réévaluation couplé à un effet de base lié au recours à des benchmarks ne représentant pas parfaitement les placements effectifs en immobilier expliquent une grande partie de la surperformance observée dans cette classe d'actifs en 2013.

Le second risque a trait à l'accroissement de l'illiquidité et à la baisse de la qualité de certains portefeuilles

Finalement, le troisième pari gagnant a été réalisé dans les placements obligataires, notamment par le choix d'échéances courtes. En effet, en 2013, les obligations de courtes maturités ont fortement surperformé les obligations de plus longues durées sur tous les principaux marchés à l'exception notable du Japon. Ce positionnement, qui n'avait été ni gagnant en 2012, ni du reste les années précédentes, a enfin permis aux investisseurs anticipant une hausse des taux

(supérieure à celle attendue par les marchés) de surperformer leur benchmark. Il convient de rappeler que, dans bien des cas, ce positionnement n'a pas encore permis de créer de la valeur puisque depuis bientôt 10 ans, la baisse des taux a favorisé les investisseurs ayant privilégié une durée similaire ou supérieure à celle du marché.

Ce dernier pari offre une parfaite transition pour aborder la question des risques présents dans les portefeuilles des institutions de prévoyance. La réduction de la durée des portefeuilles a certes permis à certaines IP de surperformer leur benchmark l'année dernière, mais a surtout accru le «duration gap», soit le différentiel de risque de taux entre l'actif et le passif de leur bilan. Ainsi le gain à court terme réalisé à l'actif de leur bilan entraîne un accroissement important du risque de taux sur leur degré de couverture économique. Rappelons que l'évaluation et la gestion du risque de taux devraient toujours être effectuées en prenant en compte les engagements de l'IP et non en se concentrant uniquement sur le portefeuille d'investissement.

Le second risque a trait à l'accroissement de l'illiquidité et à la baisse de la qualité de certains portefeuilles. Refroidis par les

yo-yo boursiers de la dernière décennie et motivés par la recherche de nouvelles sources de rendement en raison du bas niveau des taux, de plus en plus d'investisseurs tentent de gérer et stabiliser leur degré de couverture en accroissant la part des placements illiquides. Cela vaut surtout pour les IP en phase de recapitalisation ou pour celles ayant un grand effectif de rentiers et une faible tolérance au risque. Ces «nouvelles» classes d'actifs sont, entre autres, les infrastructures, l'immobilier international mais aussi les «senior secured loans» ou le «private debt». Elles ont les caractéristiques négatives communes d'accroître le risque «actions» dans les portefeuilles et d'exposer les investisseurs aux effets du «flight-to-quality» et du «flight-to-liquidity» en cas de retournement brutal des marchés. Un autre défaut majeur de ces placements est leur coût de gestion élevé. A l'heure où la baisse des coûts est un thème d'actualité, notamment en raison de la nouvelle obligation de publication des frais de gestion, ce nouveau trend nous paraît anachronique.

Parallèlement à l'accroissement des risques dans les portefeuilles, le troisième risque majeur est lié à une gestion pro-cyclique de l'allocation d'actifs.

Encouragés par les bons résultats boursiers de ces dernières années, certaines IP ne rebalancent pas ou avec moins de convictions leur portefeuille. Il est vrai que cette pro-cyclicité a été génératrice de performance en 2013, mais l'histoire récente comporte assez d'exemples qui devraient inciter chacun à ne pas tomber dans l'euphorie et à maintenir le cap en poursuivant une gestion prudente et anticyclique de l'allocation d'actifs.

Une gestion rigoureuse des risques reste le principal facteur du succès des investissements à long terme. L'accroissement du niveau de risque du portefeuille, notamment par l'ajout de nouveaux risques, peut se justifier dans certains cas. Toutefois, il nous paraît essentiel que cette décision soit prise en tenant compte de l'ensemble des paramètres techniques du bilan de l'IP et dans le contexte du portefeuille global afin d'éviter un cumul de risques similaires. Ainsi en cas de retournement des marchés, les mauvaises surprises seront minimisées.

* CFA, associé
PPCmetrics SA