

Février 2017

Le troisième cotisant en matière de prévoyance professionnelle

Suggestions d'optimisation

Une étude du groupe de travail «Prévoyance professionnelle»
de l'ASB et de la plateforme Asset Management

Remarques générales

Le présent document a été élaboré par le groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'Association suisse des banquiers (ASB) sur la base des informations disponibles lors de sa préparation. Son contenu est mis à la disposition du public sans garantie, de quelque nature qu'elle soit, et exclusivement à des fins d'information.

Le présent document contient des déclarations prospectives, y compris en ce qui concerne les évolutions futures du marché. Ces déclarations prospectives reflètent l'appréciation et les anticipations du groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, mais un certain nombre de risques, d'incertitudes et d'autres facteurs importants sont susceptibles de conduire à ce que les évolutions et les résultats réels diffèrent de ceux exposés dans le présent document.

Toute reproduction ou réédition du présent document requiert l'autorisation de l'ASB.

Sommaire

1	Avant-propos – Les caisses de pension sur la voie d’une gestion de portefeuille moderne et rentable	6
2	Abstract	8
3	La prévoyance professionnelle – Objectifs et enjeux actuels	20
3.1	Les trois cotisants	20
3.2	Deux défis à relever: la biométrie et les marchés des capitaux	22
3.3	Stabilité de l’allocation des actifs malgré un changement de contexte	25
4	Rendements attendus et nécessaires sur les marchés des capitaux	27
4.1	Rendements attendus en baisse	28
4.2	Rendements à attendre au vu des indices Pictet LPP	32
4.3	Des problèmes de rendement en perspective	34
5	Vers une gestion de fortune optimale au sein des caisses de pension	35
5.1	Allocation stratégique des actifs	36
5.2	Optimisation de la stratégie de placement dans le cadre de l’OPP 2	39
5.3	Optimisation de la stratégie de placement: démonstration empirique	40
5.4	Un potentiel de rendement inexploité faute d’intégration des placements alternatifs	43
5.5	Liquidité assurée grâce à un stock de capital croissant	44
5.6	Des conditions optimales grâce à un horizon de placement long	46
5.7	Stabilisation grâce à une extension de la période d’assainissement	48
6	Les placements alternatifs: démythification et nouvelle approche	51
6.1	Davantage de rendement grâce à des primes de risque supplémentaires	53
6.2	Démythification des placements alternatifs	56
6.3	Potentiel d’optimisation pour les caisses de pension	60
6.4	Processus de <i>due diligence</i> pour les placements alternatifs	65

7	Une révision de l’OPP 2 pour une meilleure performance	72
7.1	Une proposition de révision des prescriptions de l’OPP 2	73
7.2	Nécessité du soutien des milieux économiques et politiques	78
8	La <i>prudent investor rule</i> en ligne de mire	80
8.1	Cadre de la gestion des avoirs d’institutions de prévoyance aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne	81
8.2	Éléments constitutifs de la <i>prudent investor rule</i>	81
8.3	Modernisation des exigences imposées aux institutions de prévoyance en matière de gestion de fortune	84
9	Comparaison avec les pays étrangers: la Suisse est à la traîne	86
9.1	Contexte réglementaire et performance	89
9.2	Allocation des actifs et performance	92
9.3	Evolution des marchés financiers et performance	94
10	Synthèse et recommandations pratiques	96

1 Avant-propos – Les caisses de pension sur la voie d’une gestion de portefeuille moderne et rentable

Les institutions de prévoyance ont beau focaliser des attentes et des exigences importantes, leur marge de manœuvre est limitée. En effet, même si l’on parle encore volontiers d’une loi-cadre à propos de la Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP), les interventions réglementaires dans l’activité des caisses de pension sont considérables et ne cessent de s’intensifier.

Cela vaut notamment pour les prescriptions de placement telles que les prévoit l’Ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (OPP 2). Elles reposent sur une répartition classique par catégories, assorties de limites spécifiques. Certes, sous réserve de motifs suffisants, on peut en principe

s’affranchir de ces limites, mais cette possibilité est rarement mise à profit. Les responsables des placements et les conseils de fondation s’y sont manifestement habitués et apprécient la sécurité qui en résulte, même si ce n’est souvent qu’une sécurité de façade. Pourtant, la réussite de la gestion de fortune ne se mesure pas seulement à l’aune du respect des prescriptions, mais bien davantage au regard d’une exécution aussi performante et rentable que possible dans l’intérêt des destinataires de prestations.

La présente étude montre que, dans le cadre des prescriptions restrictives de l’OPP 2, les institutions de prévoyance ne parviennent pas à structurer efficacement leurs portefeuilles. Il apparaît qu’en dépit de taux d’intérêt historiquement bas et de perspectives défavorables, l’allocation des actifs n’a pas fondamentalement changé depuis les années 1980.

Selon les auteurs de la présente étude, l’obstacle majeur réside dans la résistance généralisée aux placements non traditionnels. Ce document constitue dès lors aussi une tentative de démystification de ces placements, sans lesquels une réorientation du deuxième pilier n’est guère possible. S’en tenir obstinément à des structures dépassées entraîne des pertes de rendement que ni le deuxième pilier, ni surtout les destinataires de prestations ne peuvent désormais se permettre.

La présente étude de l’ASB et de la plateforme Asset Management est donc à considérer comme un plaidoyer en faveur d’une politique de placement modernisée et adaptée aux besoins actuels des institutions de prévoyance. Ses auteurs sont conscients que cela suppose un changement d’approche à tous les niveaux, qu’il s’agisse des caisses de pension et de leurs organes, des associations, des experts et conseillers, voire des milieux politiques et des médias. Il s’agit donc ici de donner l’impulsion requise à cet effet.

Je vous souhaite une agréable lecture et me réjouis des réactions multiples qu’elle suscitera.

Herbert J. Scheidt
Président de l’Association suisse des banquiers (ASB)

2 Abstract

Chapitre 3 – La prévoyance professionnelle – Objectifs et enjeux actuels

Par le passé, plus d'un tiers des avoirs de vieillesse provenaient des revenus sur la fortune. Mais compte tenu de l'évolution des marchés financiers, il est et il sera de plus en plus difficile de maintenir à ce niveau ce qu'il est convenu d'appeler le «troisième cotisant». Pourtant, jusqu'ici, la stratégie de placement (allocation des actifs) des caisses de pension n'a guère intégré ce changement de contexte. Elle demeure largement inchangée depuis les années 1980.

La part des revenus de la fortune dans le capital vieillesse des destinataires de prestations de la prévoyance professionnelle s'élève à un peu moins de 40 % sur les dix dernières années. Compte tenu de la persistance des taux bas ainsi que des évolutions macroéconomiques, elle est appelée à baisser. Tant une étude de l'institut de recherche BAK Basel réalisée pour le compte de l'Office fédéral des assurances sociales (OFAS) que des calculs plus récents du groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB laissent à penser que les institutions de prévoyance doivent s'attendre à moyen terme à une moindre performance de leurs placements. Le taux d'intérêt dit «sans risque» a glissé progressivement en zone négative. Dans ce contexte, les rendements cibles ont été fortement revus à la baisse depuis des années, passant de 5 % en 2006 à seulement 3,4 % aujourd'hui, mais les institutions de prévoyance n'en sont pas moins mises à rude épreuve pour fournir les prestations réglementaires – sachant qu'en Suisse, la garantie des prestations pour les rentes octroyées va très loin.

S'y ajoute l'allongement constant de l'espérance de vie, alors que l'âge de la retraite reste inchangé. Depuis 1984, l'espérance de vie des hommes et des femmes de 65 ans a augmenté respectivement de 4,5 et 3,4 ans. Il s'agit là d'une hausse importante et sans précédent historique. La prévoyance professionnelle a bénéficié du fait qu'à l'exception du début des années 1990, la rémunération des avoirs de vieillesse a progressé plus vite que les salaires. Les rentes ont donc augmenté davantage que l'on ne s'y attendait à l'entrée en vigueur de la LPP, en 1985.

Mais bien souvent, les caisses de pension n'ont pas été en mesure d'intégrer suffisamment la forte baisse du niveau des taux d'intérêt, de sorte que les capitaux des bénéficiaires de rente sont aujourd'hui nettement mieux rémunérés que les avoirs de vieillesse des contributeurs. C'est une situation insatisfaisante qui explique en partie la redistribution entre les générations, répandue et à juste titre critiquée.

Si le contexte de placement a ainsi profondément évolué au cours des dernières décennies, on observe une remarquable stabilité en matière d'allocation des actifs. Celle des caisses de pension suisses reste dominée par les obligations, les actions et – c'est une spécialité nationale – l'immobilier.

Chapitre 4 – Rendements attendus et nécessaires sur les marchés des capitaux

Les rendements des emprunts du secteur public sont désormais fréquemment négatifs. On n’observe pas de tendances inflationnistes. Les actions affichent certes toujours une performance positive mais, à moyen terme, celle-ci devrait s’établir en-deçà des valeurs antérieures.

Le ralentissement de la croissance, observé dans le monde entier depuis la crise financière de 2008, se répercute sur les marchés des capitaux. La croissance mondiale est en effet passée en moyenne à long terme de 3,5 % à 2,5 %. Selon une étude de Pictet, les raisons principales de ce ralentissement sont les moindres hausses de productivité, le haut niveau d’endettement et la transformation économique de la Chine en une société de services.

Les auteurs de l’étude n’anticipent pas une hausse sensible de l’inflation. Sur les cinq années à venir, on prévoit pour les pays développés des taux d’inflation annuels de l’ordre de 1 % à 2 %, de sorte qu’une hausse des taux d’intérêt n’est pas en vue en Suisse.

Sur les dix années à venir, les rendements des emprunts d’Etat des pays développés devraient avoisiner les 0 % par an. A l’heure où nous préparons la présente étude, 28 % des emprunts d’Etat des pays développés affichaient des rendements négatifs. C’est un plus haut historique. Seuls les emprunts d’Etat des pays en développement permettent d’espérer des rendements positifs. Les perspectives sont meilleures sur les marchés d’actions, bien que les prévisions les concernant pour les dix années à venir risquent de redevenir plus difficiles et/ou plus incertaines.

Les prévisions du groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l’ASB ne présagent pas de bonnes nouvelles pour les caisses de pension suisses. Elles signifient que, s’agissant de catégories de placement fondamentales comme les emprunts d’Etat en francs suisses et ceux des pays développés, il faut s’attendre à des rendements négatifs ou au minimum très bas en comparaison historique. Sauf à adapter leur stratégie de placement, les caisses de pension risquent fort d’être confrontées à des problèmes de rendement ces prochaines années.

Chapitre 5 – Vers une gestion de fortune optimale au sein des caisses de pension

La théorie du portefeuille de Markowitz montre comment maximiser le rendement compte tenu d’un risque donné ou comment minimiser le risque à rendement égal. Si elle est essentielle, c’est qu’elle permet de déterminer l’allocation stratégique des actifs et a ainsi un impact majeur sur la performance des portefeuilles de placement. Il ressort de l’analyse de portefeuilles concrets détenus par des caisses de pension suisses que ceux-ci, dans leur majorité, ne sont pas structurés de manière efficace. Cela s’explique principalement par le fait que, mis à part l’immobilier, les placements non traditionnels sont généralement sous-représentés. L’allocation des actifs se situe en-deçà de la frontière efficiente de l’OPP 2, ce qui laisse à penser que la gestion de fortune recèle un potentiel d’optimisation.

Les principes issus de la théorie du portefeuille constituent aujourd’hui comme hier la base d’un portefeuille de placement optimal. Cette théorie s’appuie sur l’absence de corrélation parfaite entre les rendements de différentes catégories de placement, mais aussi d’éléments au sein d’une même catégorie. Cela permet à l’investisseur de réduire la marge de fluctuation du rendement, et donc du risque, d’un portefeuille, en procédant à une diversification par le biais divers placements. L’allocation des actifs étant quasiment le seul facteur de réussite en matière de gestion de fortune, il convient de la déterminer en tenant compte non seulement des rendements attendus, mais aussi de la nécessaire diversification.

Credit Suisse a analysé des portefeuilles concrets détenus par des caisses de pension suisses, d’où il ressort que la grande majorité présente une allocation des actifs sous-optimale. En d’autres termes, il serait possible de générer une meilleure performance sans risque supplémentaire, et ce dans le cadre des prescriptions de placement telles que les prévoit l’OPP 2. On observe par ailleurs que les dépassements de limites autorisés pour les différentes catégories de placement, en particulier pour les placements alternatifs, sont en général très partiellement utilisés, alors qu’elles permettraient d’améliorer la performance des portefeuilles. En pratique, la frontière efficiente réelle est définie principalement par les catégories de placement tradition-

nelles que sont les actions, les obligations et l'immobilier suisse, de sorte qu'elle se situe en-deçà de la frontière efficiente que permettrait une mise en œuvre pleine et entière des prescriptions de l'OPP 2.

L'écart entre la frontière efficiente déterminée par l'OPP 2 et les portefeuilles existants a plusieurs explications. Les portefeuilles performants se caractérisent par une forte proportion de placements présentant un ratio rendement/risque et des corrélations particulièrement favorables. Tel est le cas par exemple des placements en valeurs réelles comme les biens immobiliers ou l'infrastructure, mais aussi en *private equity* (capital-actions non coté) ou en *private debt* (crédits privés). Or aujourd'hui, étonnamment, la limite pourtant restrictive de 15 % de placements non traditionnels n'est que très rarement mise à profit. On peut invoquer à cet égard les motifs suivants: manque de propension au risque de la part des responsables des placements, coûts élevés, opacité de ces placements ou savoir-faire insuffisant en la matière.

Pourtant, la propension au risque pourrait être plus grande, dans la mesure où les caisses de pension ont une très forte capacité de risque en raison d'un horizon de placement long. Même si leurs engagements peuvent imposer certaines limitations en termes de liquidité, les exigences en la matière ne constituent pas un obstacle, du moins en moyenne et toutes institutions confondues.

En revanche, le taux de couverture est un facteur critique. Les objectifs de 100 %, ou le délai imparti pour résorber un éventuel découvert, qui est court d'un point de vue technique, peuvent expliquer en partie que les caisses de pension soient contraintes de renoncer à une allocation stratégique optimale des actifs. Il apparaît donc judicieux d'allonger la période de découvert autorisée, de sorte que l'horizon de placement long demeure un avantage majeur des caisses de pension par rapport à la plupart des autres groupes d'investisseurs et puisse être mis à profit.

Chapitre 6 – Les placements alternatifs: démystification et nouvelle approche

Afin d'optimiser les portefeuilles dans le cadre des prescriptions de l'OPP 2 en vigueur et d'en augmenter la performance, il y a lieu de renforcer notamment la quote-part de placements non traditionnels. La résistance, tou-

tefois, est considérable. Les conseils de fondation reculent devant les risques supposés accrus et préfèrent s'accommoder de pertes de rendement. Ce qu'il faut, c'est une nouvelle vision des placements non traditionnels.

Les placements alternatifs ou non traditionnels ont mauvaise presse dans les institutions de prévoyance. Ils sont réputés opaques, illiquides, chers et spéculatifs. Le législateur a d'ailleurs rejeté diverses initiatives parlementaires visant à adapter les prescriptions actuelles, très restrictives, en soulignant que les limites existantes ne sont que peu utilisées dans la grande majorité des cas et qu'il est possible de les dépasser sous réserve de s'en justifier.

Il convient de noter à cet égard que le respect des limites existantes donne aux responsables des placements, et notamment aux conseils de fondation, le sentiment de s'inscrire dans le cadre des règles généralement acceptées et ainsi d'éviter les risques inutiles tout en assumant leurs responsabilités. Cela explique peut-être que l'on entende rarement les caisses de pension demander une réorientation des prescriptions de placement sous la forme d'une adaptation et/ou d'une extension des limites. Même les prévisions de rendement, de moins en moins satisfaisantes, ne constituent manifestement pas une incitation en ce sens.

Pour remédier aux fréquentes réticences envers les placements alternatifs, il peut être utile de les redéfinir en mettant en avant, notamment, les primes de risque et d'illiquidité dont ils bénéficient sur le marché par opposition aux placements traditionnels. Par ailleurs, la présente étude procède à une démystification en arguant du fait que bon nombre de placements non traditionnels reposent sur des catégories de placement traditionnelles.

On ignore souvent que, selon la définition financière courante des placements immobiliers, ceux-ci font partie des placements alternatifs en raison de leur illiquidité. Sous cet angle, en comparaison internationale, les caisses de pension suisses affichent d'ores et déjà une forte proportion de placements non traditionnels (28 % à fin 2015). Mais ce qui importe surtout, c'est qu'elles ont acquis au fil des décennies un savoir-faire et une aisance considérables dans la gestion de placements immobiliers peu liquides – deux atouts qu'elles peuvent mettre à profit dans d'autres domaines.

Graphique 2.2

Proposition d'actualisation des catégories de placement et des limites dans le cadre de l'OPP 2

	Sous-catégorie de placement	Limite		OPP 2 Article
		nouvelle	existante	
Capitaux étrangers		100 %	–	
Coté	Obligations CHF et monnaies étrangères	100 %	100 %	55
Privé	Titres hypothécaires CH Private Debt (nouveau)	50 %	50 %	55 a.
		15 %	–*	55 d.
Capital propre		75 %	–	
Coté	Actions CHF et monnaies étrangères	75 %	50 %	55 b.
Privé	Private Equity (nouveau)	15 %	–*	55 d.
Placements en valeurs réelles (capital propre)		50 %	–	
Coté	Immobilier Suisse et Monde	50 %	30 %/10 %	55 c.
Privé	Immobilier Suisse et Monde Infrastructure (nouveau)	50 %	30 %/10 %	55 c.
		15 %	–*	55 d.
Négoce et ressources		15 %	–	
Négoce	Hedge funds	–	15 %*	55 d.
Ressources	Matières premières	–	15 %*	55 d.
Autres	Insurance linked securities etc.	–	15 %*	55 d.
Monnaies étrangères sans couverture de change		30 %	30 %	55 e.

*Catégorie de placement entrant dans la limite de 15 % actuellement en vigueur pour les placements alternatifs en vertu de l'OPP 2.

Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

La proposition consiste à définir quatre nouvelles catégories de placement: Capitaux étrangers, Capital propre, Placements en valeurs réelles, Négoce et ressources. Celles-ci sont conçues de manière à être équivalentes à leurs pendants cotés en Bourse et davantage axées sur le but économique de l'investissement. En outre, les limites par catégorie sont adaptées et/ou assouplies compte tenu des changements susmentionnés.

L'orientation est claire: grâce à une plus grande marge de manœuvre, les caisses de pension auraient la possibilité d'accroître le rendement de leurs portefeuilles tout en les diversifiant mieux. Cette diversification résulterait au premier chef du recours à des placements non traditionnels en raison de leurs spécificités attrayantes.

Un changement profond de mentalité en matière de placement ainsi qu'une adaptation des prescriptions de l'OPP 2 sont impossibles sans le soutien des milieux économiques et politiques. Même si les prescriptions de placement sont définies principalement par voie d'ordonnance et si des adaptations seraient relativement faciles à initier par le Conseil fédéral, on n'a procédé jusqu'ici qu'à de modestes modifications. En revanche, les milieux économiques comme ceux de la prévoyance professionnelle font de plus en plus entendre leur voix pour exiger des adaptations. Il y a fort à parier que cette pression s'intensifiera, peut-être plus fortement que prévu selon l'évolution de la situation sur les marchés financiers. La bonne nouvelle est que la question est à l'ordre du jour et que l'on en discute. Il faut espérer que les acteurs de la prévoyance professionnelle sauront se mobiliser avec suffisamment de fermeté pour que les conditions-cadres en matière de gestion de fortune soient améliorées dans les meilleurs délais et que le potentiel d'optimisation existant puisse être pleinement exploité.

Chapitre 8 – La *prudent investor rule* en ligne de mire

En comparant la réglementation applicable aux institutions de prévoyance en Suisse et dans des pays analogues, on observe que le classement traditionnel par catégories dotées de limites propres, tel qu'il est d'usage en Suisse, n'existe plus dans beaucoup de ces pays. Ceux-ci ont clairement opté pour la *prudent investor rule* au cours des dernières années. En vertu de cette règle, les responsables des placements ne remplissent pas leur mission en respectant des prescriptions restrictives, mais en exerçant leur mandat de gestion de manière professionnelle pour le compte des destinataires de prestations.

L'argumentaire développé dans la présente étude suit cette évolution en trois étapes. Tout d'abord, les auteurs mettent en lumière les lacunes de la plupart des portefeuilles de caisses de pension qui, le plus souvent, restent en-deçà du potentiel que

permet la frontière efficiente fixée par les prescriptions de l'OPP 2 en vigueur. Il s'agit donc dans la première étape d'augmenter l'efficacité dans le cadre des possibilités réglementaires existantes. La deuxième étape présuppose l'adaptation et la redéfinition des prescriptions de placement. La troisième étape résulte de la deuxième: l'abandon des limites traditionnelles par catégorie accroît les libertés, mais suppose aussi une plus grande responsabilité et donc un savoir-faire adéquat – deux exigences qui s'inscrivent dans le cadre d'une *prudent investor rule* renforcée, déjà largement reconnue à l'échelon international.

L'OPP 2 a déjà ancré à son niveau les principes de base applicables aux institutions de prévoyance en matière de règles de conduite. Cela ouvre la possibilité d'une surveillance qui porterait davantage sur les institutions, leurs organes et leur organisation que sur le respect des prescriptions légales de placement. Le principe d'une surveillance spécifique, tel qu'appliqué par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) aux directions de fonds, pourrait être étendu aux institutions de prévoyance et aux fondations de placement.

Afin que les organes suprêmes assument leur responsabilité et qu'ils puissent investir les avoirs des ayants droits économiques de manière ciblée, avec la diligence requise et en appliquant des théories modernes du portefeuille, il faut une législation qui réglemente les institutions de prévoyance et leurs organes et non les portefeuilles, les placements, les véhicules ou les produits. Dès lors, il y aurait lieu de remplacer les prescriptions et les restrictions de placement par des exigences claires concernant les organes suprêmes des institutions et leur organisation. Cela suppose que les institutions créent des structures et développent des compétences techniques offrant la garantie d'une gestion irréprochable. En Suisse, cette approche est d'ores et déjà mise en œuvre avec succès pour les banques, les directions de fonds et les gérants de fortune. Elle permettrait d'impliquer davantage les organes des institutions de prévoyance en termes de responsabilité, dans la mesure où il ne serait plus possible d'invoquer les prescriptions légales de placement ni les restrictions pour expliquer que les objectifs n'ont pas été atteints ou que les consignes n'ont pas été respectées.

Chapitre 9 – Comparaison avec les pays étrangers: la Suisse est à la traîne

On peut se demander si c'est la réglementation telle qu'elle prévaut en Suisse en matière de gestion de fortune qui entraîne des pertes de performance par rapport à d'autres pays. De fait, la Suisse est à la traîne. Plusieurs facteurs expliquent cette situation, mais le principal est l'allocation des actifs, fortement influencée par les prescriptions.

Les caisses de pension étant soumises à des restrictions de placement bien plus contraignantes en Suisse que dans d'autres pays comparables, la question se pose de savoir comment elles se situent en comparaison internationale. Disons-le d'emblée: la réponse est décevante.

Si l'on examine la performance de placement des caisses de pension dans divers pays de l'OCDE sur les cinq ou dix dernières années, on observe que la Suisse se positionne en milieu voire en bas de classement, que ce soit en chiffres nominaux ou corrigés de l'inflation. Sur les cinq dernières années, elle s'est classée modestement seizième sur vingt-six pays en chiffres nominaux, mais néanmoins dixième en chiffres réels. Sur les dix dernières années, le résultat n'est pas beaucoup plus brillant puisqu'elle occupe respectivement les dix-septième et dixième places.

Si l'on restreint la comparaison au groupe des pays présentant un ratio capital de prévoyance/performance économique similaire, il apparaît qu'en chiffres nominaux, sur les cinq dernières années, chacun de ces pays a surclassé la Suisse. Les caisses de pension britanniques ont même affiché un rendement annuel supérieur de 156 % à celui de leurs homologues suisses. Tous les pays du groupe précité, à l'exception des Etats-Unis, ont également fait mieux que la Suisse en chiffres réels. Il en va de même sur un horizon temporel de dix ans.

Cette performance semble avoir été largement conditionnée par l'allocation des actifs, notamment à des placements non traditionnels. Tant le Canada que les Pays-Bas, par exemple, ont procédé à des arbitrages en faveur de ces derniers.

3 La prévoyance professionnelle – Objectifs et enjeux actuels

La prévoyance professionnelle repose sur l'épargne d'avoirs de vieillesse individuels dans le cadre de caisses de pension. Ce système est confronté actuellement à deux défis: l'allongement de l'espérance de vie à âge de la retraite constant et la rémunération historiquement basse des placements. En conséquence, les institutions de prévoyance sont contraintes d'adapter les taux d'intérêt techniques et les taux de conversion à cette nouvelle donne. Mais pour maintenir le niveau de performance, une réorientation s'impose également au niveau des placements.

La prévoyance professionnelle a pour but, en complément de l'assurance vieillesse et survivants (AVS), de maintenir le niveau de vie de manière appropriée. La notion de «niveau de vie» et le caractère «approprié» ne sont pas définis dans la loi. Il est communément admis qu'une rente correspondant à environ 60 % du dernier salaire permet le maintien du niveau de vie.

3.1 Les trois cotisants

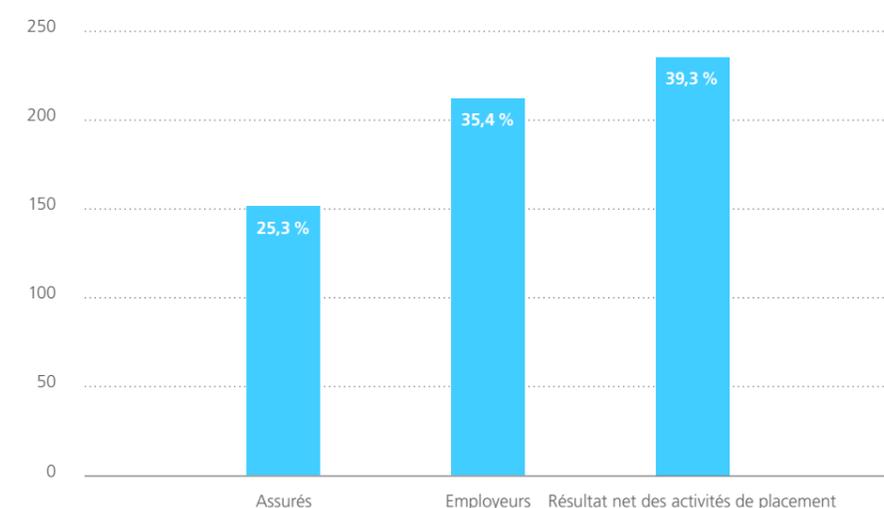
Contrairement au premier pilier, qui est financé par répartition (contrat de génération), le deuxième pilier est financé par les assurés, qui épargnent à titre individuel le capital destiné à leurs futures rentes. Le capital vieillesse se compose des cotisations salariales des employés, des cotisations au moins égales des employeurs et du revenu des avoirs d'épargne. Le financement dit «par capitalisation» a comme spécificité

et comme avantage que chaque preneur de prévoyance épargne pour son propre compte et que le système, au contraire de l'AVS, n'est pas directement dépendant de l'évolution démographique.

Graphique 3.1

Les trois cotisants (2005–2014)

en milliards de CHF



Source: Office fédéral de la statistique (OFS).

Sur la décennie 2005-2014, les revenus de la fortune ont contribué à hauteur de presque 40 % aux recettes globales des caisses de pension. A terme, cette quote-part devrait s'établir à environ un tiers. Elle n'était plus que de 17 % en 2015, année où la performance a fortement reculé. Mais la forte importance de ce qu'il est convenu d'appeler le «troisième cotisant» est aussi soulignée par le fait que pour des avoirs de prévoyance de quelque CHF 800 milliards, un rendement de seulement 0,1 % génère un accroissement de la fortune d'environ CHF 800 millions.

Les bonifications de vieillesse du deuxième pilier reposent sur le revenu perçu au moment concerné. Toutefois, tant que la rémunération de l'avoir de vieillesse est au moins égale à l'augmentation des salaires, une bonification de vieillesse antérieure sur un salaire inférieur aura la même valeur qu'une bonification de vieillesse postérieure sur le salaire supérieur. L'hypothèse selon laquelle la rémunération correspond



à l'augmentation des salaires est appelée «règle d'or». Elle ne s'est vérifiée que pendant une brève période, au début des années 1990 (graphique 3.2). Depuis lors, le taux d'intérêt a régulièrement dépassé l'augmentation des salaires, ce qui a conduit à des prestations de vieillesse plus élevées que prévu.

Graphique 3.2

Évolution nominale des salaires comparée au taux d'intérêt minimal LPP 1985–2016 (2016 = estimation)



Source: Office fédéral de la statistique (OFS)

Si l'on compare l'évolution nominale des salaires au taux d'intérêt minimal LPP dans le temps, on constate qu'à l'exception du début des années 1990, la rémunération des avoirs de vieillesse a dépassé l'évolution des salaires. Les rentes ont ainsi augmenté plus fortement que prévu à l'origine.

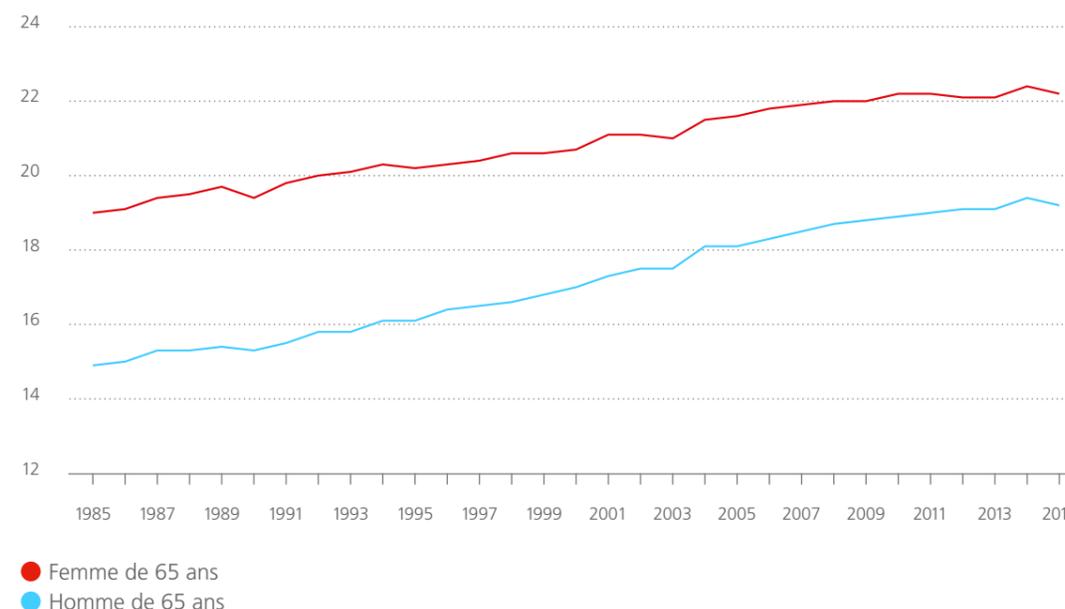
3.2 Deux défis à relever: la biométrie et les marchés des capitaux

L'évolution biométrique des assurés (allongement de l'espérance de vie au moment du départ en retraite) et la persistance d'un contexte de taux bas sur les marchés des capitaux constituent un double défi pour les caisses de pension. Le graphique 3.3 montre clairement l'évolution de l'espérance de vie de notre population à l'âge de 65

ans. Grâce au progrès médical, à des modes de vie plus sains et à un haut niveau de prospérité, notre espérance de vie s'allonge constamment. Entre 1984 et 2014, elle a ainsi augmenté de 4,5 ans pour les hommes de 65 ans et de 3,4 ans pour les femmes du même âge. Or les retraités bénéficient du principe de sauvegarde des droits acquis.

Graphique 3.3

Espérance de vie (1985–2015) en nombres d'années



Source: Office fédéral de la statistique (OFS)

Sans augmentation de l'âge de la retraite, cette évolution à elle seule nécessite d'augmenter en permanence les avoirs de vieillesse. Le montant des rentes actuelles ne peut être réduit qu'à des conditions très restrictives. L'allongement de l'espérance de vie exige des provisions de l'ordre de 0,3 % à 0,5 % du capital des bénéficiaires de rente.

Compte tenu de la situation en matière de taux d'intérêt, les caisses de pension ont pourtant de plus en plus de mal à dégager un rendement adéquat. Les gains en capital générés par le passé risquent fort de n'être que difficilement atteignables

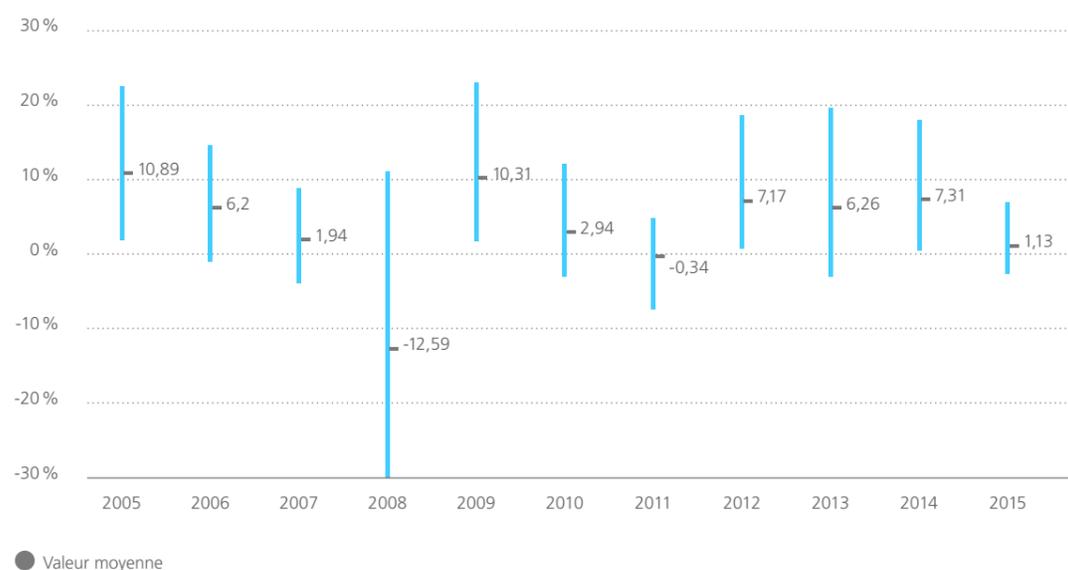


dans le futur. Malgré quelques turbulences sur les marchés des capitaux, par exemple en 2008, année de la crise financière, le troisième cotisant de la prévoyance professionnelle a dégagé ces dernières années un rendement annuel de 4,25 % en moyenne. Ce chiffre devrait être nettement inférieur à l'avenir (voir à cet égard les développements du chapitre 4).

Graphique 3.4

Rendement effectif moyen des caisses de pension suisses

Performance en pour cent



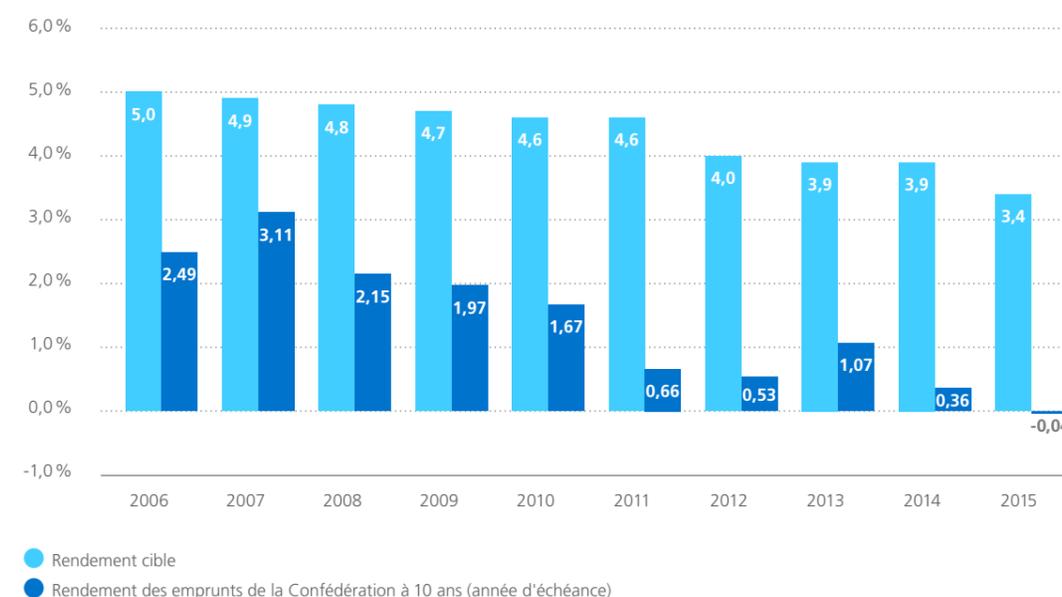
Source: Swisscanto, «Etude sur les caisses de pension en Suisse en 2016»

En conséquence, le rendement cible a été revu nettement à la baisse au cours des dix dernières années (graphique 3.5). Compenser en augmentant les cotisations n'est que difficilement réalisable. Afin de préserver leur équilibre financier, les caisses de pension réduisent donc leur taux d'intérêt technique et/ou leur taux de conversion. Il en résulte que pour une prestation définie, le capital requis des bénéficiaires augmente, ce qui se traduit par un moindre taux de couverture.

Graphique 3.5

Découplage entre rendements cibles et taux d'intérêt sans risque

Taux d'intérêt en pour cent



Source: Swisscanto, «Etude sur les caisses de pension en Suisse en 2016»

Les taux d'intérêt négatifs qui prévalent sur les marchés des capitaux accroissent encore les exigences quant à la gestion de la fortune. On a assisté ces dernières années à un découplage croissant entre les rendements cibles et le taux d'intérêt sans risque. L'écart est désormais important puisqu'il se situe à 3,4 %. Cette évolution a comme corollaire que, pour atteindre le rendement cible, les risques à prendre en matière de placement sont nettement supérieurs à ce qu'ils étaient précédemment.

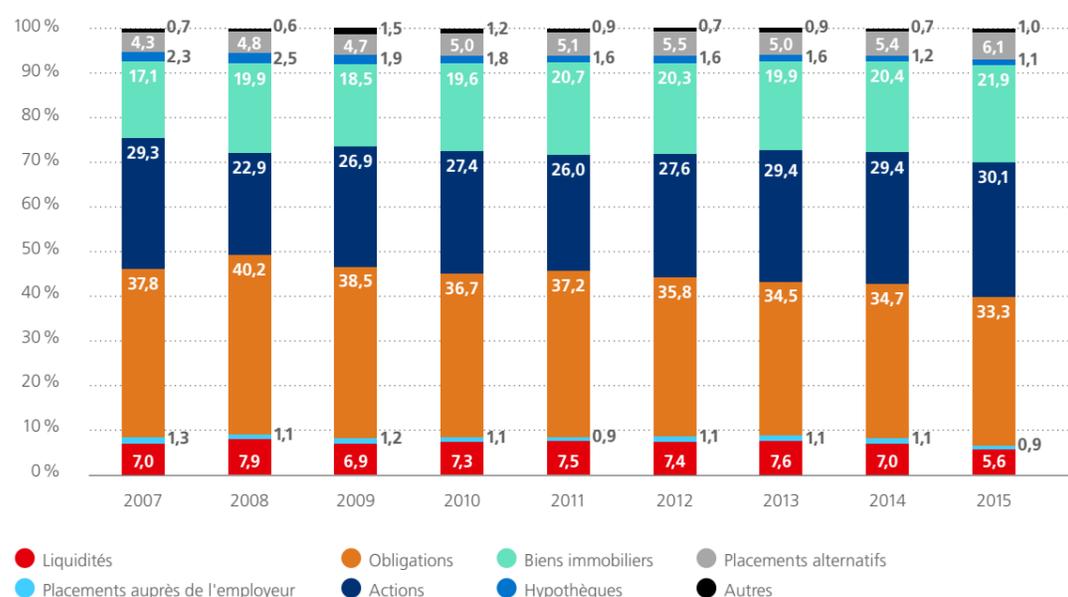
3.3 Stabilité de l'allocation des actifs malgré un changement de contexte

En matière de placement, les institutions de prévoyance se sont pourtant montrées peu réactives au changement de contexte. On observe un léger désengagement sur le front des obligations. Mais l'allocation moyenne des actifs à fin 2015 est étonnamment stable par rapport à ce qui ressortait d'analyses antérieures (graphique 3.6). Les problématiques et les opportunités propres à cette nouvelle situation font l'objet des chapitres suivants.

Graphique 3.6

Allocation des actifs des caisses de pension suisses 2007–2015

Quotes-parts en pour cent



Source: Swisscanto, «Etude sur les caisses de pension en Suisse en 2016»

4 Rendements attendus et nécessaires sur les marchés des capitaux

Le groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l’ASB et BAK Basel ont fait des prévisions concernant la performance des marchés des capitaux déterminants pour les caisses de pension. Les dernières données du groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l’ASB laissent présager des rendements encore plus bas que ceux prévus par BAK Basel, en raison de la faiblesse persistante des taux d’intérêt. Le ralentissement mondial de la croissance économique et des taux d’inflation minimes, voire négatifs, renforcent la tendance. En Suisse s’y ajoute l’effet du franc fort. La conclusion qui s’impose est que, sauf à modifier leur stratégie, les institutions de prévoyance suisses seront confrontées à des problèmes de rendement.

Depuis 1985, Pictet Asset Management publie des indices qui mesurent la performance théorique moyenne de portefeuilles de caisses de pension représentatifs. Ces indices sont calculés pour des allocations cibles en actions de 25 %, 40 % et 60 % (LPP 25, LPP 40, LPP 60) et ont été étendus en 2005 et 2015:



- 2005: extension aux biens immobiliers, aux *hedge funds* et au *private equity*; couverture du risque de change
- 2015: extension aux emprunts des pays émergents, aux obligations d'entreprises, aux stratégies Small Caps et Absolute Return; couverture du risque de change.

Graphique 4.1

Rendements historiques à dix ans des indices LPP

Risques et rendements historiques des indices LPP, janv. 1994–déc. 2014, en %

Profil	LLP 25			LLP 40			LLP 60		
	2000	2005	2015	2000	2005	2015	2000	2005	2015
Année	2000	2005	2015	2000	2005	2015	2000	2005	2015
Rendement	4,75	4,90	4,84	5,15	5,35	5,33	5,56	5,86	5,82
Risque	4,62	4,55	4,96	6,71	6,80	7,10	9,77	9,95	10,20
Rendement/risque	1,03	1,08	0,98	0,77	0,79	0,75	0,57	0,59	0,57
Baisse maximale	-14,14	-16,69	-15,92	-23,36	-28,55	-25,13	-34,49	-41,32	-36,50
Durée de la phase de reprise, en mois	12	13	13	42	41	41	50	56	49
Rendement annuel le plus bas	-9,88	-11,51	-11,30	-17,28	-20,67	-18,57	-26,63	-31,05	-27,78

Source: Indices Pictet LPP, Pictet Asset Management, janvier 2015, (sur une base mensuelle)

Le graphique 4.1 montre clairement que les portefeuilles intégrant une quote-part d'actions importante (LPP 60) ont dégagé de meilleurs rendements. La volatilité accrue inhérente à de tels placements suppose toutefois une plus grande propension au risque.

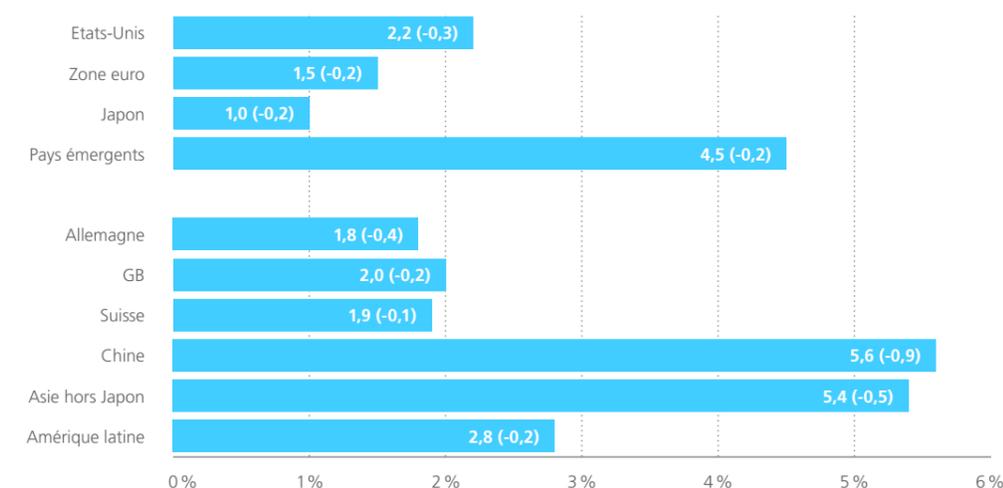
4.1 Rendements attendus en baisse

Depuis la crise financière de 2008, l'économie mondiale n'a plus retrouvé le rythme de croissance qui était le sien auparavant. Sur les cinq dernières années, la croissance de l'économie mondiale s'est établie à 2,5 % par an seulement, soit nettement en-deçà de sa moyenne à long terme de 3,5 %. Ce ralentissement a concerné toutes les grandes économies, y compris la Suisse.

Dans une étude récente, Pictet Asset Management table sur un ralentissement structurel du potentiel mondial de croissance et affirme que cette tendance persistera bien au-delà des cinq prochaines années. Il en résulte des prévisions de croissance faibles en comparaison historique, tant pour les pays développés que pour les pays émergents.

Graphique 4.2

Taux de croissance réels moyens du PIB sur les cinq prochaines années en pour cent



Prévisions jusqu'à fin 2020, variations par rapport aux dernières prévisions entre parenthèses

Source: A Secular Outlook, Pictet Asset Management, juin 2016

Les raisons principales de ce ralentissement de la croissance sont:

- **de moindres hausses de productivité**

Aux Etats-Unis, la productivité du travail n'a progressé que de 0,5 % sur les cinq dernières années: on n'avait plus enregistré une aussi faible hausse depuis les années 1980. La plupart des économies sont logées à la même enseigne. La raison principale de cette évolution réside dans la faible activité d'investissement du secteur privé depuis 2008.

- **un haut niveau d'endettement**

L'économie mondiale est plus endettée aujourd'hui qu'elle ne l'était en 2008, à la fin de la crise financière. Les économies développées et les entreprises des pays émergents, en particulier, ont continué d'accroître leur endettement. Cet endettement ainsi que le service de la dette en résultant freinent considérablement la dynamique économique.

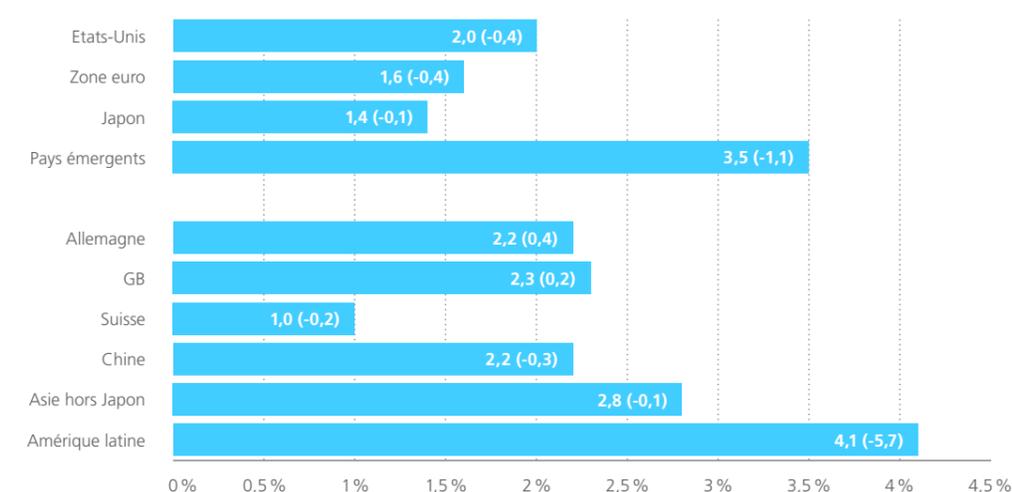
- **la transformation économique de la Chine en une société de services**

L'économie chinoise, qui se caractérisait par une demande quasi-insatiable de matières premières, est devenue productrice de biens et services. En 2003 par exemple, le boom des infrastructures a contribué à hauteur de 40 % à la croissance du produit intérieur brut (PIB). Bien que le secteur des services, en particulier, affiche toujours des taux de croissance élevés, il faut s'attendre à ce que la Chine ne puisse plus jouer le rôle de locomotive de la croissance mondiale à l'avenir.

Les auteurs de la présente étude n'anticipent pas une hausse sensible de l'inflation. Sur les cinq années à venir, on prévoit des taux d'inflation annuels de l'ordre de 1 à 2 % seulement pour les pays développés, contre environ 3,5 % pour les pays émergents. Ces prévisions s'expliquent principalement par la faiblesse de la croissance économique mondiale évoquée ci-dessus, par l'excédent structurel d'offre de matières premières et de matériaux ainsi que par le bas niveau persistant des prix énergétiques. Pour l'heure, une hausse durable des taux d'intérêt n'est pas en vue en Suisse. La faiblesse de la croissance économique, qui se situe en-deçà de son potentiel, poussera la plupart des banques centrales à maintenir leur politique monétaire expansionniste.

Graphique 4.3

Taux d'inflation moyens sur les cinq prochaines années en pour cent



Prévisions jusqu'à fin 2020, variations par rapport aux dernières prévisions entre parenthèses

Source: A Secular Outlook, Pictet Asset Management, juin 2016

Le contexte économique esquissé ci-dessus se traduit en comparaison historique par des perspectives de rendement plutôt modestes et par un écart important entre, d'une part, les rendements des actions et ceux des emprunts d'Etat et, d'autre part, les rendements des pays émergents et ceux des économies développées. Les prévisions de rendement à dix ans publiées fin juin 2016 par UBS SA le confirment. Les estimations de rendement à long terme formulées par les économistes d'UBS se situent nettement en-deçà des valeurs du passé.

Sur les dix années à venir, UBS table sur des rendements très faibles, de l'ordre de 0,0 % à 0,5 %, pour les emprunts d'Etat des pays développés. A l'heure où nous préparons la présente étude, 28 % des emprunts des pays développés affichaient déjà des rendements négatifs. Seuls les emprunts d'Etat des pays en développement permettent d'espérer des rendements positifs. Pour les actions des marchés classiques détenues par les caisses de pension suisses, les rendements attendus sont attrayants. Pour le marché d'actions suisse, les économistes d'UBS prévoient un

rendement de +7,6 % par an. Leurs prévisions sont également positives pour les actions Monde (+7,5 %). Une forte reprise du marché des matières premières apparaît improbable ces prochaines années. La faible croissance économique mondiale que l'on anticipe concernera principalement le secteur des services et ne dynamisera guère les marchés de matières premières (+2,3 %). Pour le *private equity*, classé parmi les placements alternatifs, les rendements attendus à dix ans sont clairement positifs (+9,9 %). Cette catégorie de placement affiche historiquement un rendement supplémentaire d'environ 5 % par an par rapport aux actions cotées. L'immobilier constitue une catégorie de placement qui, comparée notamment aux obligations des marchés développés, demeure une alternative attrayante (immobilier Monde: +3,4 %).

4.2 Rendements à attendre au vu des indices Pictet LPP

En s'appuyant sur les prévisions de rendement à dix ans d'UBS, on obtient pour les indices Pictet LPP 25 et Pictet LPP 40 des rendements annuels de respectivement 2,2 % et 3,2 % par an sur les dix années à venir.

Compte tenu des frais, en particulier des frais de gestion de fortune de 0,44 % par an¹, on peut tabler pour les dix années à venir sur un rendement net d'environ 1,7 % par an pour le portefeuille LPP 25 et 2,7 % par an pour le portefeuille LPP 40.

Indépendamment des frais, par comparaison avec les rendements historiques, les prévisions présentées affichent un écart significatif.

¹ Médiane des frais de gestion de fortune en 2015 en % des placements transparents au niveau des frais selon Swisscanto: «Etude sur les caisses de pension en Suisse en 2016»

Graphique 4.4

Pictet LPP 25: rendements attendus (2016–2026) en CHF

Catégorie de placement	Ventilation LLP 25 en %	Rendement annuel attendu (2016–26)	Contribution du rendement annuel
Actions Suisse	10,0 %	7,6 %	0,8 %
Actions Monde	13,5 %	7,5 %	1,0 %
Actions Pays émergents	1,5 %	8,3 %	0,1 %
Obligations CHF	60,0 %	0,5 %	0,3 %
Obligations EUR	10,0 %	0,3 %	0,0 %
Obligations Monde	5,00 %	0,0 %	0,0 %
Total	100,0 %		2,2 %
Rendement annuel net compte tenu des frais de gestion de fortune de 0,5 % par an			1,7 %

Source: Sur la base de prévisions de rendement d'UBS SA, 2016

Graphique 4.5

Pictet LPP 40: rendements attendus (2016–2026) en CHF

Catégorie de placement	Ventilation LPP 40 en %	Rendement annuel attendu (2016–26)	Contribution du rendement annuel
Actions Suisse	15,0 %	7,6 %	1,1 %
Actions Monde	22,5 %	7,5 %	1,7 %
Actions Pays émergents	2,5 %	8,3 %	0,2 %
Obligations CHF	45,0 %	0,5 %	0,2 %
Obligations EUR	10,0 %	0,3 %	0,0 %
Obligations Monde	5,0 %	0,0 %	0,0 %
Total	100,0 %		3,2 %
Rendement annuel net compte tenu des frais de gestion de fortune de 0,5 % par an			2,7 %

Source: Sur la base de prévisions de rendement d'UBS SA, 2016

4.3 Des problèmes de rendement en perspective

L'abaissement du taux de conversion minimal de 6,8 % à 6 % est au cœur de la révision prochaine de la LPP. Le nouveau taux suppose toutefois un rendement annuel des placements d'environ 4 % (rémunération technique), ce qui n'est pas réaliste au vu des rendements attendus sur les marchés des capitaux.

Les prévisions de croissance et de rendement du groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB ne sont pas une bonne nouvelle pour les caisses de pension suisses. Elles signifient que, s'agissant de catégories de placement fondamentales comme les emprunts d'Etat en francs suisses et ceux des pays développés, il faut s'attendre à des rendements négatifs ou au minimum très bas en comparaison historique. Sauf à adapter leur stratégie de placement, les caisses de pension risquent fort d'être confrontées à des problèmes de rendement ces prochaines années.

5 Vers une gestion de fortune optimale au sein des caisses de pension

S'agissant du rendement à attendre d'un portefeuille, l'allocation stratégique des actifs constitue le paramètre le plus important. Pour déterminer l'allocation optimale des actifs, il convient de s'appuyer sur la théorie du portefeuille de Markowitz, qui montre comment obtenir le rendement maximal compte tenu d'une capacité de risque donnée ou, inversement, comment minimiser le risque compte tenu d'un objectif de rendement donné. En analysant les portefeuilles réels de caisses de pension suisses, on a observé qu'en règle générale, elles prennent des risques trop importants au vu du rendement effectif ou, inversement, qu'elles pourraient augmenter leurs rendements au vu des risques pris. Il existe donc un potentiel d'optimisation. Une adaptation des restrictions prévues par l'OPP 2 permettrait d'atteindre des niveaux de rendement encore plus élevés. Mais une telle révision n'est pertinente que si les institutions de prévoyance sont disposées à exploiter le potentiel d'ores et déjà existant. Une solution à cet égard consisterait à intégrer davantage de placements non traditionnels dans les portefeuilles.

Le niveau des engagements en faveur des bénéficiaires de rente actuels et futurs dépend fortement de paramètres liés à des considérations politiques. Ainsi, ces dernières années, diverses initiatives politiques visant à définir de manière adéquate les structures des engagements des caisses de pension ont été déposées.

Les réflexions présentées dans la présente étude concernent toutefois prioritairement les aspects liés à la gestion de fortune. Les facteurs biométriques comme par exemple la longévité et la structure des assurés, ou encore les processus politiques, qui influent également sur le taux de couverture, ne sont pris en compte que dans la mesure où ils ont un impact direct sur la gestion de fortune. Il s'agit de montrer sur quels facteurs les caisses de pension peuvent influencer elles-mêmes en relation avec la gestion de leur fortune. A cet effet, il n'est pas inutile de rappeler quelques principes fondamentaux de la gestion de fortune et de les examiner sous un nouveau jour.

5.1 Allocation stratégique des actifs

La stratégie de placement est l'élément le plus important lorsqu'il s'agit de constituer de nouveaux portefeuilles de placement ou d'optimiser des portefeuilles existants. Nous présentons donc ci-après les principes fondamentaux qui régissent la définition d'une stratégie. Nous évoquerons en outre les prévisions de rendement et de risque ainsi que la corrélation entre les principales catégories de placement.

L'OPP 2 constitue une spécificité de la gestion de fortune dans le cadre du deuxième pilier. En effet, cette ordonnance définit en particulier les catégories de placement autorisées et fixe des limites pour chacune d'elles. Ces restrictions font obstacle à une gestion de fortune optimale. Mais le problème est plus profond, car de nombreuses caisses de pension interprètent les limites de l'OPP 2 comme une recommandation ou une référence. En conséquence, elles n'exploitent même pas les marges de manœuvre prévues. Même en tenant compte des obligations propres aux caisses de pension, notamment en matière de liquidités, il existe donc un potentiel d'optimisation.

L'allocation stratégique des actifs détermine notamment dans quelles catégories de placement, quelles régions et quelles monnaies la fortune doit être investie à long terme. Elle joue un rôle essentiel et influe sur la performance. Les contributions au rendement issues de la sélection des titres et de l'allocation tactique, c'est-à-dire de l'écart temporaire par rapport à l'allocation stratégique, sont mineures, puisque

l'allocation stratégique conditionne 80 % et plus du rendement d'un portefeuille. Concrètement, l'allocation des actifs est déterminée au premier chef par l'objectif de rendement et la tolérance au risque de la caisse de pension, sachant que le risque tolérable est en grande partie fonction de l'horizon de placement et des besoins de liquidités.

Lors de l'élaboration de l'allocation stratégique, les engagements futurs et donc le passif du bilan doivent impérativement être pris en considération. La gestion dite «actif-passif» (Asset and Liability Management) vise un rendement maximal compte tenu d'une capacité de risque donnée (souvent mesurée au regard du taux de couverture de la caisse de pension concernée), tout en assurant l'ensemble des sorties de liquidités à venir.

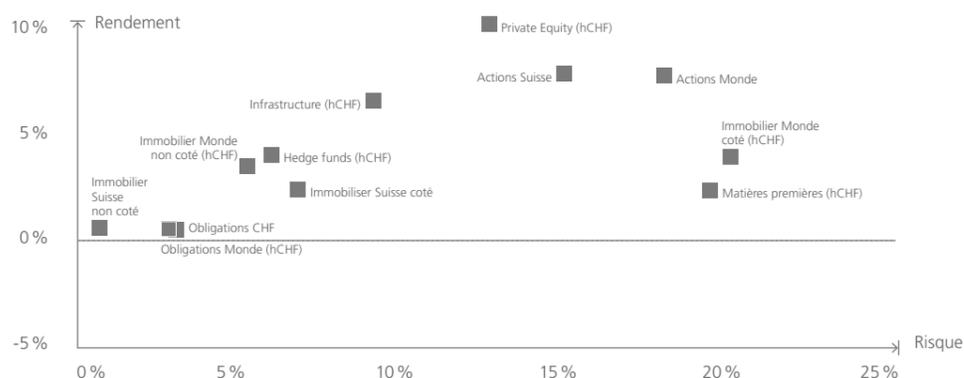
Les principes selon lesquels les avoirs doivent être investis en ignorant les restrictions (en matière de liquidités) font largement l'unanimité. Pour constituer un portefeuille de placement optimal, la théorie du portefeuille formulée par le prix Nobel Harry Markowitz demeure une référence importante. Elle affirme notamment que chaque investisseur doit s'efforcer de constituer un portefeuille aussi efficient que possible. Un tel portefeuille minimise le risque pour un rendement donné ou maximise le rendement pour un risque donné.

Les graphiques 5.1 et 5.2 illustrent les dernières anticipations du groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB en ce qui concerne le rendement, le risque et la corrélation pour les principales catégories de placement sur les dix années à venir, par an. Combiner des placements à faibles corrélations (vert à jaune) renforce les effets de diversification au sein d'un portefeuille, dans la mesure où le risque global du portefeuille est alors inférieur au total des risques des catégories d'actifs concernées. L'investisseur est ainsi à même de réduire la marge de fluctuation du rendement et donc le risque de son portefeuille, même s'il ignore l'évolution réelle des futurs rendements, et donc des corrélations et des risques.



Graphique 5.1

Rendements attendus et risques par catégories de placement sur dix ans

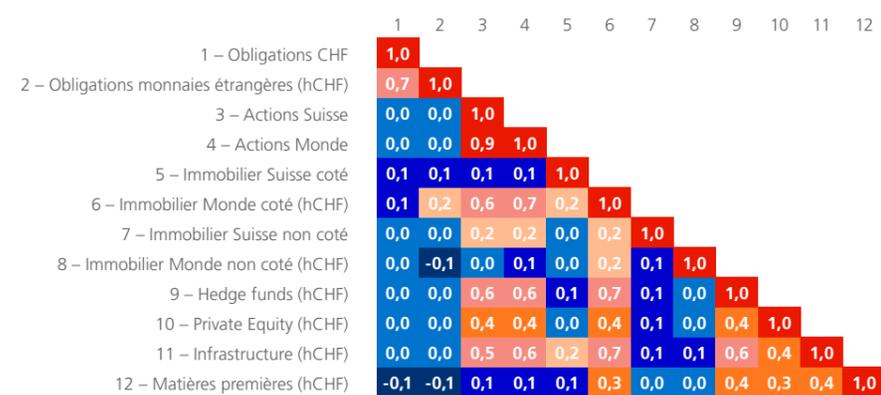


hCHF = CHF couvert

Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, données au 30 juin 2016

Graphique 5.2

Corrélation attendue des catégories de placement sur dix ans



Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, données au 30 juin 2016

5.2 Optimisation de la stratégie de placement dans le cadre de l'OPP 2

S'agissant du potentiel d'optimisation selon la théorie du portefeuille, l'étude définit deux niveaux distincts. Le graphique 5.3 en donne une illustration sur la base d'un diagramme rendement/risque. Le premier niveau concerne l'allocation stratégique, qui doit viser une efficacité maximale compte tenu des conditions réglementaires en vigueur (niveau 1: sur la «frontière efficiente réelle OPP 2» et en-dessous). Le deuxième niveau montre la frontière efficiente optimisée qu'il est possible d'atteindre sans tenir compte des restrictions de l'OPP 2 («frontière efficiente théorique»).

Même si, sous réserve de s'en justifier, on peut déroger aux prescriptions de l'OPP 2 (voir graphique 2.2) concernant les catégories de placement autorisées et les limites en pourcentages, cette possibilité n'est que rarement mise à profit en réalité. Les dispositions de l'OPP 2 correspondent donc en pratique à la marge de manœuvre possible, y compris une frontière efficiente («frontière efficiente réelle OPP 2») sur laquelle se situent les meilleurs portefeuilles possibles dans le cadre de cette marge de manœuvre. En fonction de leur profil de risque, les caisses de pension doivent avoir pour objectif d'amener autant que possible leurs portefeuilles jusqu'à cette frontière efficiente (flèche 1), faute de quoi elles perdent du rendement ou prennent des risques inutiles.

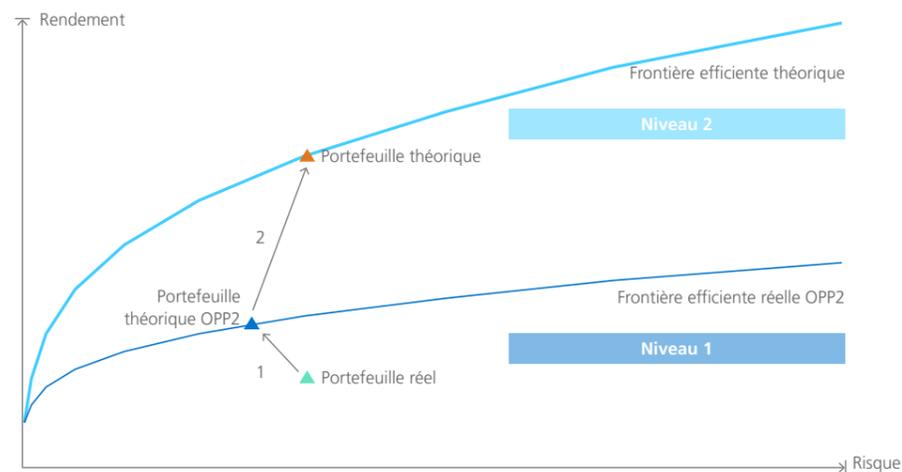
Les dépassements de limites autorisés pour les différentes catégories de placement, en particulier pour les placements alternatifs, sont rarement utilisés, alors qu'elles permettraient d'améliorer la performance des portefeuilles. En pratique, la frontière efficiente est définie principalement par les catégories de placement traditionnelles que sont les actions, les obligations et l'immobilier suisse (voir graphique 3.6), de sorte qu'elle se situe en-deçà de la «frontière efficiente réelle OPP 2».

Le graphique 5.3 fait apparaître un net écart entre le «portefeuille réel» et le «portefeuille théorique OPP 2». Celui-ci peut résulter d'une allocation des actifs ou d'une structuration sous-optimale du portefeuille en termes par exemple de choix et de pondération des catégories de placement, de gestion des changes ou de style de gestion. Le groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB considère que le fait de ne pas exploiter les dépassements de limites autorisés par l'OPP 2, en particulier pour les placements alternatifs, ramène le portefeuille réel en-deçà de la «frontière efficiente réelle OPP 2».



Graphique 5.3

Portefeuilles et frontières efficaces



Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

Les portefeuilles de placement (portefeuilles réels) présentent en général un potentiel d'amélioration. C'est principalement l'allocation des actifs (structure du portefeuille) qui permet de l'exploiter, en tenant compte des prescriptions de l'OPP 2 dans le cas des caisses de pension. Les portefeuilles quittent alors le niveau 1 pour atteindre idéalement la «frontière efficiente réelle OPP 2». Hors prescriptions de l'OPP 2 s'ouvre un potentiel supplémentaire d'optimisation de l'allocation des actifs, qui permet de progresser du niveau 2 vers la «frontière efficiente théorique».

Dans le domaine de la prévoyance professionnelle, une deuxième étape de l'optimisation en matière de gestion de fortune consiste à repousser encore la frontière efficiente atteignable (décalage de la «frontière efficiente réelle OPP 2» à la «frontière efficiente théorique»). Cela suppose un assouplissement ou une abrogation totale des prescriptions de placement de l'OPP 2. Mais pour être en mesure d'exploiter le potentiel ainsi créé, les investisseurs doivent aussi modifier leur approche.

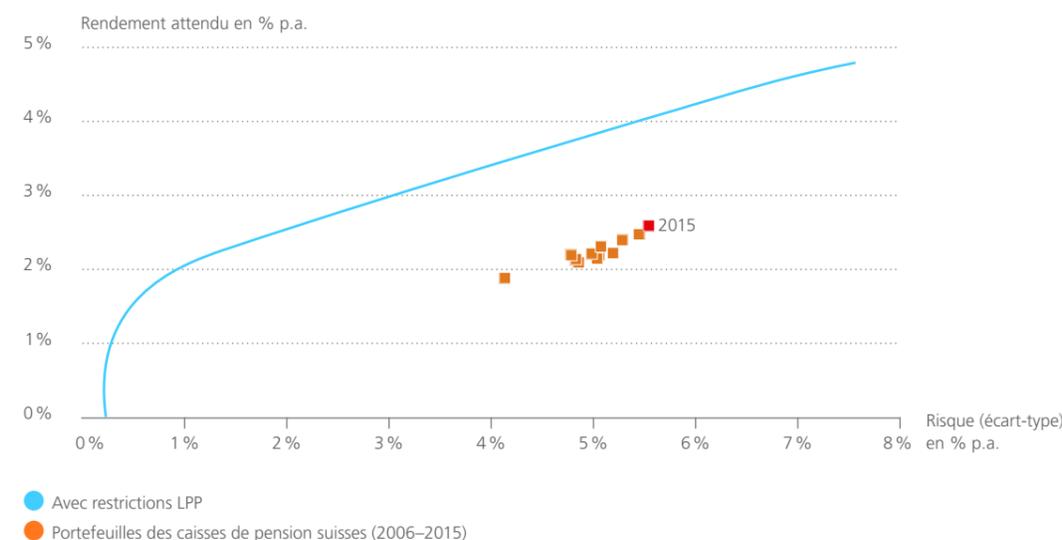
5.3 Optimisation de la stratégie de placement: démonstration empirique

Les caisses de pension, comme les autres investisseurs, devraient s'appuyer sur la théorie du portefeuille de Markowitz pour optimiser leur gestion de fortune. Dans

quelle mesure leurs portefeuilles suivent-ils cette approche axée sur l'efficacité ou en sont-ils éloignés en pratique? C'est ce qu'a analysé Credit Suisse. Le résultat de cette étude (voir graphique 5.4) montre clairement que les caisses de pension disposent d'une marge d'amélioration dans le processus de structuration des portefeuilles. L'écart entre les portefeuilles réels et la «frontière efficiente réelle OPP 2» (voir graphique 5.3) se confirme donc.

Graphique 5.4

Frontière efficiente et portefeuilles des caisses de pension

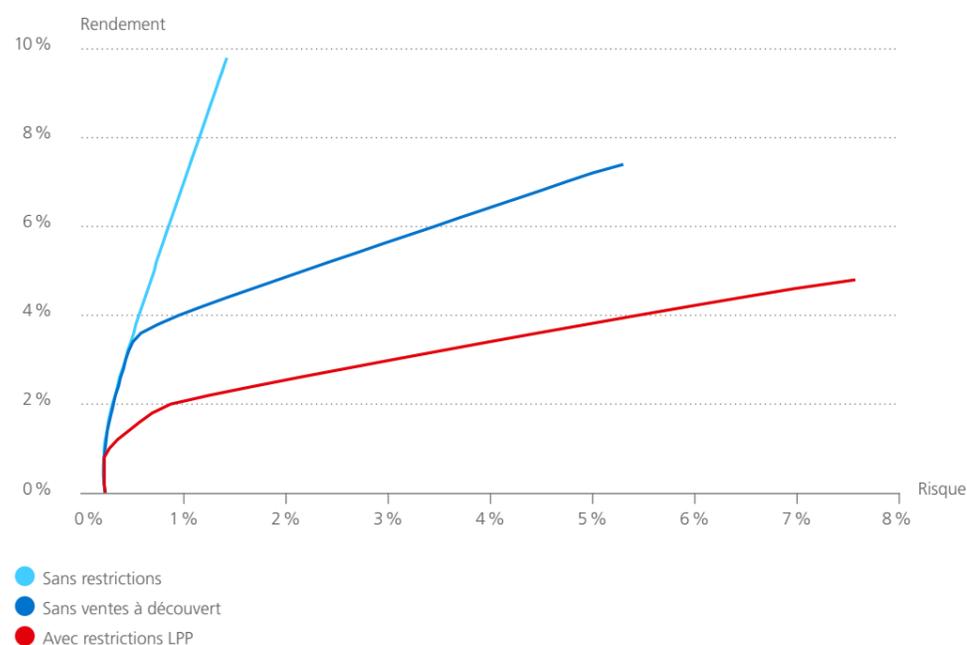


Le graphique porte sur une période de dix ans. Les rendements attendus sont estimés selon l'approche des primes de risque. Les volatilités et les corrélations se basent sur la période 2004-2016.

Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB sur la base d'analyses de Credit Suisse dans «Les caisses de pension suisses en 2014»

Le graphique 5.5 permet de voir si les restrictions de l'OPP 2 entravent une gestion de fortune optimale et dans quelle mesure (niveau 2: frontières efficaces «réelle OPP 2» et «théorique»). Là encore, il se confirme que le libre choix des catégories de placement et de leur allocation (y compris ventes à découvert autorisées) recèle un potentiel d'optimisation considérable.

Graphique 5.5

Frontières efficaces et effets de diversification

Le graphique porte sur une période de dix ans.
Les rendements attendus sont estimés selon l'approche des primes de risque.
Les volatilités et les corrélations se basent sur la période 2004–2016.

Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB sur la base d'analyses de Credit Suisse dans «Les caisses de pension suisses en 2014»

Tout n'est cependant pas aussi simple qu'en théorie dans la pratique quotidienne des caisses de pension. La frontière efficace des portefeuilles, en effet, n'est pas connue d'avance. Le rendement futur, le risque et la corrélation des différents placements doivent être estimés. Ces estimations s'effectuent souvent sur la base de données historiques couvrant une période longue et dans l'espoir que les caractéristiques du couple rendement/risque évolueront à l'avenir comme elles l'ont fait par le passé. Or dans un environnement de marché en mutation rapide, cette approche est problématique. Compte tenu des anticipations susmentionnées concernant les marchés des capitaux, il y a fort à parier que la courbe des rendements des actions, des obligations et de l'immobilier s'infléchira vers le bas.

5.4 Un potentiel de rendement inexploité faute d'intégration des placements alternatifs

L'écart entre la frontière efficace (y compris les restrictions de l'OPP 2) et les portefeuilles actuels tel qu'il apparaît sur les graphiques 5.3 (niveau 1) et 5.4 a plusieurs explications. Les portefeuilles performants se caractérisent par une forte proportion de placements présentant un ratio rendement/risque et des corrélations particulièrement favorables. Tel est le cas des placements alternatifs, comme par exemple les placements en valeurs réelles (placements directs dans des biens immobiliers ou en infrastructure notamment), mais aussi en *private equity* (capital propre non coté) ou en *private debt* (crédits/emprunts privés). Or aujourd'hui, étonnamment, la limite pourtant restrictive de 15 % de placements non traditionnels n'est que très rarement mise à profit. On invoque fréquemment à cet égard les motifs suivants:

- manque de propension au risque de la part des responsables des placements,
- opacité de ces placements ou savoir-faire insuffisant en la matière,
- coûts élevés,
- liquidité restreinte.

Les caisses de pension suisses disposent d'une longue expérience en matière de placements immobiliers, qui constituent pour elles une catégorie de placement privilégiée et leur sont familiers. Tel n'est pas le cas des placements non traditionnels, d'autant plus que les possibilités d'investissement manquent dans le pays faute notamment d'un marché suisse du *private equity*.

S'agissant de l'optimisation des portefeuilles de placement de caisses de pension, le rôle subalterne imparti aux placements non traditionnels est décisif. En effet, l'ouverture du niveau 2 illustrée par les graphiques 5.3 et 5.5, qui crée un potentiel d'amélioration de l'efficience des portefeuilles grâce notamment à la suppression des restrictions de l'OPP 2, serait vraisemblablement sans effet dans les circonstances actuelles. Relever la frontière efficace potentielle n'a de sens que si les caisses de pension prennent conscience qu'en modifiant leur allocation stratégique des actifs et en intégrant davantage de placements non traditionnels dans leurs portefeuilles, elles tireront profit du potentiel d'amélioration dont elles disposent.

5.5 Liquidité assurée grâce à un stock de capital croissant

En raison de leur horizon de placement, les caisses de pension semblent avoir toutes les cartes en main pour exploiter de manière optimale le potentiel de rendement sur les marchés financiers. Mais les faits relativisent cette vision des choses. L'horizon de placement est en effet plus ou moins long selon les engagements, de sorte qu'il dépend de facteurs structurels et propres à chaque caisse de pension (p. ex. pyramide des âges et taux de couverture). Il varie selon les caisses et doit donc être déterminé au cas par cas.

La gestion actif-passif, qui consiste à équilibrer les engagements et les ressources disponibles, constitue une spécificité du deuxième pilier susceptible de restreindre sensiblement l'horizon de placement. En outre, la solidité financière de l'employeur joue un rôle majeur. Ainsi, par exemple, les caisses de pension d'entreprises cycliques sont exposées à des variations des effectifs bien plus fortes que les institutions appelées à avoir des effectifs pérennes. Il s'agit en général d'employeurs de droit public. Les situations initiales en termes d'engagements et donc d'horizon de placement pouvant dès lors être variables, il appartient à chaque caisse de pension de trouver l'équilibre qui lui convient entre horizon de placement et garantie des prestations.

Sur l'ensemble du marché des caisses de pension, le Conseil fédéral considère toutefois qu'à long terme (au-delà de 2035), les dépenses de la prévoyance professionnelle ne dépasseront pas en moyenne les cotisations des assurés et des employeurs et que le capital de la prévoyance professionnelle continuera de croître². Le graphique 5.6 présente le scénario le plus probable évoqué dans ce rapport du Conseil fédéral, qui prend en compte diverses évolutions. Les mouvements migratoires constituent un facteur essentiel pour bien comprendre ces chiffres. Selon des estimations, le solde migratoire net s'établira à environ 60 000 personnes par an en 2030, contre 30 000 en 2045 (scénario de référence)³. Ce qu'il faut retenir de ces prévisions, c'est que, pour la majorité des caisses de pension, les engagements devraient entraîner peu ou pas de restrictions en termes de liquidités et permettre ainsi un horizon de placement long.

² Rapport du Conseil fédéral: vue d'ensemble des perspectives de financement des assurances sociales jusqu'en 2035; novembre 2013

³ Actualités OFS: scénarios de l'évolution de la population de la Suisse 2015-2045; juin 2015

Graphique 5.6

Comptes et perspectives de la prévoyance professionnelle 1995–2035

en millions de CHF	1995	2005	2015*	2020*	2025*	2030*	2035*
Recettes	40 807	49 805	69 228	77 408	83 965	90 450	97 090
Cotisations assurés et employeurs	25 637	35 721	50 952	56 598	60 618	64 565	68 581
Contributions des pouvoirs publics	–	–	–	–	–	–	–
Produits des placements**	15 171	13 894	18 131	20 666	23 202	25 740	28 364
Autres recettes	–	190	145	145	145	145	145
Dépenses	24 330	34 760	47 505	52 933	58 578	64 613	68 656
Prestations sociales	14 139	25 357	35 666	41 165	47 561	54 422	58 793
Autres dépenses	10 192	9 403	11 838	11 768	11 017	10 191	9 864
Résultat	16 477	15 045	21 723	24 475	25 386	25 836	28 434
Capital	311 100	545 500	754 209	859 364	962 729	1 065 720	1 174 332

Les données se référant au passé se basent sur les prix actuels.

Les années suivies de * correspondent au scénario moyen A-17-2010 et aux prix de 2013

** sans autre subdivision

Source: Rapport du Conseil fédéral: vue d'ensemble des perspectives de financement des assurances sociales jusqu'en 2035; novembre 2013

Les recettes et dépenses comptabilisées ne sauraient toutefois permettre d'apprécier globalement la situation financière des différentes institutions de prévoyance, qui s'analyse notamment au regard du taux de couverture. Mais un taux de couverture supérieur ou même inférieur à 100 % n'est pas en soi significatif de la situation d'une caisse de pension en termes de liquidités. Même en cas de découvert, afin d'améliorer le taux de couverture et sous réserve de liquidités suffisantes, il peut être pertinent de mettre à profit la prime d'illiquidité en investissant dans des placements illiquides. Cela suppose toutefois une perspective à long terme, y compris pour les périodes de découvert.



5.6 Des conditions optimales grâce à un horizon de placement long

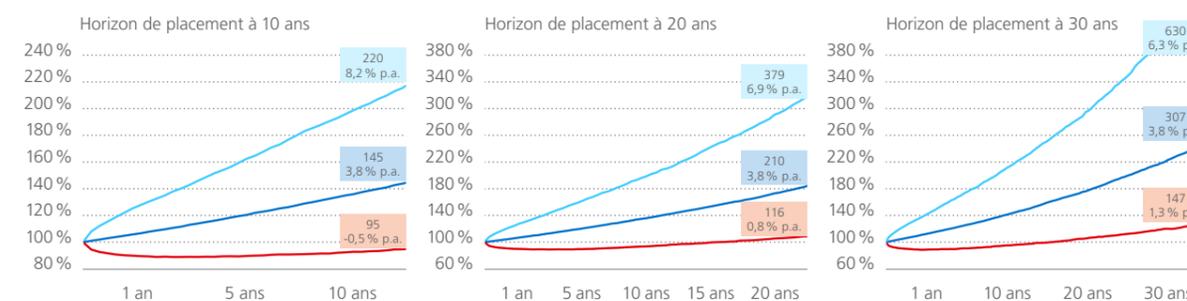
Des simulations de l'évolution de la fortune sur différents laps de temps permettent de mettre en évidence l'intérêt d'un horizon de placement long. Les graphiques 5.7 et 5.8 montrent, à l'aide de simulations de Monte-Carlo⁴, que le risque de perte diminue avec le temps, que le portefeuille soit axé sur les actions ou sur les obligations. Si par exemple le portefeuille axé sur les actions a 95 % de chances de dégager un rendement supérieur à -1,2 % par an au bout de dix ans, il a autant de chances de dégager un rendement supérieur à +1,2 % au bout de trente ans. Le plus agressif des deux portefeuilles atteint au bout d'environ seize ans le moment statistique où la probabilité est forte d'éviter une performance négative. A titre de comparaison, ce moment intervient au bout d'environ douze ans pour le portefeuille plus défensif.

Mais un horizon de placement long ne réduit pas seulement le risque des portefeuilles de placement de manière générale, il entraîne aussi un rapprochement entre les résultats des allocations agressives et défensives. En cas d'évolution extrêmement négative (intervalle de confiance de 5 %), le portefeuille axé sur les obligations dégage au bout de dix ans un rendement nettement meilleur (-5 %) que celui axé sur les actions (-11 %). Au bout de trente ans toutefois, les deux portefeuilles affichent des rendements à peu près équivalents (+1,3 % et +1,2 %) dans le cadre de leurs scénarios négatifs.

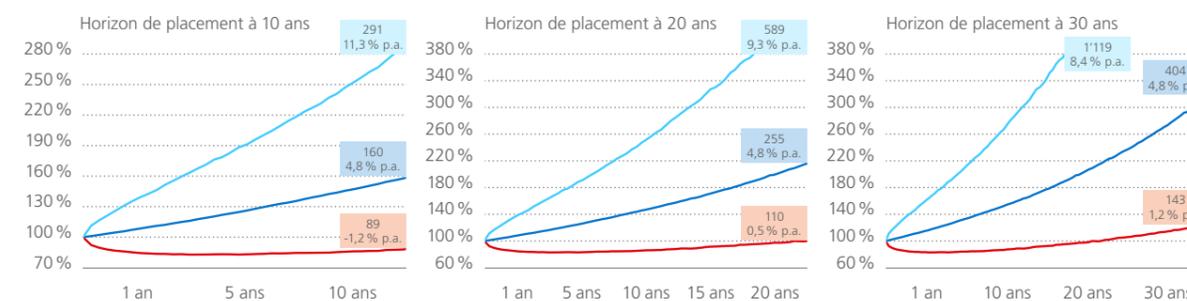
Graphique 5.7: Simulations de l'évolution de la fortune sur différents horizons de placement dans le cas d'un portefeuille axé sur les obligations (actions suisses 40 % / obligations suisses 60 %)

Graphique 5.7 et 5.8

Simulations de l'évolution de la fortune sur différents horizons de placement dans le cas d'un portefeuille axé sur les obligations (actions suisses 40 % / obligations suisses 60 %)



Simulations de l'évolution de la fortune sur différents horizons de placement dans le cas d'un portefeuille axé sur les actions (actions suisses 70 % / obligations suisses 30 %)



● 95 %
● 50 %
● 5 %

Les caractéristiques du couple rendement/risque reposent sur l'évolution historique des indices SPI et Citigroup World Government Index Switzerland sur les vingt dernières années (au 30.6.2016).⁵

Source: UBS SA, 2016

⁴ La simulation de Monte-Carlo génère des évolutions aléatoires de la fortune sur la base de variables hypothétiques de rendement et de risque. En simulant un grand nombre d'évolutions, on obtient une approximation de la probabilité d'occurrence des évolutions futures et/ou des résultats finaux.

⁵ On suppose que chaque allocation des actifs est rajustée mensuellement en fonction de l'allocation initiale et que tous les revenus sont réinvestis. Ne sont imputés ni frais de transaction, d'administration ou de gestion de fortune, ni impôts.

Si l'horizon temporel long, dans une certaine mesure, réduit le risque en le diversifiant, il favorise aussi le potentiel haussier dans le cadre de scénarios positifs. Dans l'exemple donné ici, le rendement attendu du portefeuille axé sur les actions augmente nettement plus vite que celui du portefeuille axé sur les obligations. Le potentiel de rendement apparaît encore plus clairement lorsqu'on compare les intervalles de confiance supérieurs ou en cas d'évolutions très positives du marché. Ainsi, pour un portefeuille agressif, un horizon de placement long permet non seulement d'atténuer les risques (dans l'absolu et par rapport à des portefeuilles plus défensifs), mais aussi d'accentuer le potentiel haussier sur les marchés porteurs.

Les rendements des portefeuilles doivent être nettement supérieurs lorsqu'on prévoit une distribution de 3 % par an. Dans le cadre d'un scénario très défavorable (intervalle de confiance de 5 %), les deux portefeuilles perdraient de la valeur sans pouvoir redresser la situation. Le portefeuille LPP 40, par exemple, aurait perdu environ 44 % au bout de quinze ans. On observe par ailleurs que ces simulations sont extrêmement dépendantes des hypothèses sous-jacentes lorsqu'on étend jusqu'en 1990 les données de référence en matière de rendement et de risque. En effet, compte tenu d'un horizon de placement ainsi rallongé mais en s'en tenant au même scénario, il est probable que le portefeuille LPP 40 ne perdrait plus que 25 %.

5.7 Stabilisation grâce à une extension de la période d'assainissement

Le système par capitalisation présenterait fondamentalement l'avantage d'assurer le financement à tout moment, et donc un taux de couverture de 100 % à l'exclusion des performances garanties. Or dans le système suisse actuel, le taux d'intérêt minimal LPP réduit le risque de placement pour l'épargnant, dont les avoirs sont soumis à de moindres fluctuations. Il en va de même du taux de conversion, qui représente également un transfert de risque partiel de l'assuré à la caisse de pension. Ces dispositions légales conduisent en fin de compte à des écarts parfois importants par rapport au taux de couverture visé, qui est de 100 %.

Afin de contrôler cet objectif et, plus généralement, la situation financière, on s'appuie en particulier sur les comptes annuels qui doivent être fournis chaque année. Les caisses de pension sont tenues de signaler les découverts à leur autorité de surveillance et d'en informer les employeurs, les assurés et les retraités. Elles doivent en indiquer les causes et l'ampleur et prendre des mesures concrètes pour les résorber. L'objectif de prévenir d'emblée tout découvert devient prédominant.

En termes de gestion de fortune, il en résulte principalement le risque que les caisses de pension, lorsqu'elles élaborent leur stratégie de placement, restreignent leur horizon de placement et donc leur capacité de risque plus qu'il n'est nécessaire. C'est peut-être une des raisons pour lesquelles les portefeuilles de placement des caisses de pension se situent bien souvent non pas sur la frontière efficiente, mais en-deçà. L'expérience du groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB ainsi que divers calculs effectués par ses soins montrent que les portefeuilles de placement à risque sont surtout exposés à des pertes de valeur au cours des dix premières années (voir chapitre 5.6). Mais en pratique, il apparaît qu'une focalisation sur le taux de couverture incite à éviter ces pertes et, par là même, un taux de couverture inférieur au taux visé. Or cela précisément ferait partie d'une gestion de fortune axée sur le long terme, afin d'exploiter le potentiel de rendement sur les marchés financiers.

On sait par expérience que les phases de découvert et/ou les marchés d'actions négatifs conduisent souvent à intervenir activement dans l'allocation stratégique, ce qui dans la plupart des cas pèse sur les rendements effectifs. A partir d'un certain niveau de pertes, généralement élevé, les investisseurs se détournent des placements à risque. Cette réaction intervient souvent au mauvais moment, avant ou pendant une reprise. Pourtant, c'est justement en situation de crise qu'il serait important de s'en tenir à l'allocation stratégique et tactique qui a été définie et de ne pas prendre de décisions sous le coup de l'émotion.

Même si les découverts ne sont soumis à aucune durée maximale légale, la LPP exige des caisses de pension qu'en cas de découvert, elles prennent des mesures pour le résorber dans un délai raisonnable. Selon des Directives du Conseil fédéral, ce délai s'entend d'une période de cinq à sept ans et ne devrait pas dépasser dix ans⁶. Or la période sur laquelle dix-neuf des vingt portefeuilles LPP 40 n'afficheraient pas de pertes est d'environ douze ans (voir chapitre 5.6). Au vu de cette valeur indicative, le délai actuel de résorption des découverts se révèle donc insuffisant, en particulier si l'on tient compte d'un rendement théorique nécessaire qui entre dans l'appréciation du taux de couverture. Il serait donc souhaitable, d'un point de vue technique, de doubler le délai de cinq à sept ans actuellement préconisé pour résorber les découverts.

⁶ Directives concernant des mesures destinées à résorber les découverts dans la prévoyance professionnelle; 27 octobre 2004

Outre l'allongement de ce délai d'assainissement, il apparaît nécessaire de changer radicalement d'approche pour arriver à une meilleure acceptation des découverts temporaires, sous réserve toutefois qu'ils ne trahissent pas une insuffisance financière ou un problème structurel mais résultent de l'évolution des marchés financiers. L'appréciation du découvert, tout comme la qualité de la stratégie de placement pendant la période de découvert, continueraient de relever de la responsabilité de l'institution de prévoyance et des experts en prévoyance professionnelle.

Les prescriptions en vigueur ont ceci de cohérent qu'elles privilégient clairement le dogme de la garantie durable des prestations de prévoyance. Le degré d'urgence que reflète le délai de cinq à sept ans vise sans aucun doute aussi à souligner combien il est important que les caisses de pension soient financièrement saines. Mais c'est précisément cet aspect qui, à y regarder de plus près, mériterait réflexion. Le terme «durable» plaide en effet en faveur d'un changement d'orientation qui permettrait de passer du besoin de contrôle axé sur le court terme à une vision à plus long terme. Cela suppose indéniablement un haut niveau de professionnalisme et de savoir-faire.

6 Les placements alternatifs: démystification et nouvelle approche

En matière de placements alternatifs, la situation des caisses de pension suisses est doublement originale en comparaison internationale: par rapport au total de leurs investissements, elles affichent une quote-part de placements immobiliers qui est de loin la plus importante, alors qu'elles se situent en queue de peloton pour les autres catégories de placements alternatifs. Précisons que par convention financière, les placements immobiliers sont considérés comme des placements alternatifs en raison de leur illiquidité. Cela ouvre de nouvelles perspectives, car cela signifie que les caisses de pension disposent déjà d'une longue expérience des placements illiquides – expérience qu'elles pourraient tout à fait mettre à profit pour d'autres catégories de placement. Une démystification s'impose aujourd'hui, afin de remédier à la crispation dont les placements alternatifs font l'objet en Suisse et qui pousse les caisses de pension à n'exploiter ni leur potentiel de rendement, ni leurs avantages en termes de risque. Bien entendu, un savoir-faire suffisant et une structure appropriée constituent deux conditions préalables indispensables au développement de ce segment.

On a vu dans le chapitre 5 que les placements alternatifs (y compris immobiliers) constituent un élément important des portefeuilles à hauts rendements corrigés du risque. Cela s'explique principalement par le fait qu'ils présentent de faibles corrélations avec les placements traditionnels tout en dégagant des rendements comparativement attrayants. Ces caractéristiques sont bien connues. Pourtant, rares sont les investisseurs à pouvoir en bénéficier, faute d'avoir l'horizon de placement requis ou la discipline de s'y tenir. Les caisses de pension, elles, ont pour la plupart tous les atouts en main: capacité de risque, horizon de placement long, et des besoins de liquidités sans doute surestimés. Elles auraient donc tout intérêt à les exploiter.

Or actuellement, les caisses de pension n'utilisent même pas à hauteur de la moitié la limite d'allocation de 15 % prescrite par l'OPP 2 pour les placements alternatifs. Comme expliqué précédemment, c'est une des raisons majeures pour lesquelles leurs portefeuilles se situent nettement en-deçà de la frontière efficiente possible. Mais le simple fait de relever la frontière efficiente en adaptant l'allocation recommandée dans l'OPP 2 a peu de chances d'induire un recours accru aux placements alternatifs. Le présent chapitre examine donc les autres mesures susceptibles de contribuer à une décrispation et à une vision objective de ces placements.

A cet effet, il redéfinit les placements alternatifs en mettant en avant, notamment, les primes de risque et d'illiquidité dont ils bénéficient sur le marché par opposition aux placements traditionnels. Ensuite, il procède à une démystification en arguant du fait que bon nombre de placements non traditionnels reposent sur des catégories de placement traditionnelles. La partie théorique est suivie de deux exemples issus de la pratique. Sur la base d'un portefeuille typique de caisse de pension, on verra les plus-values historiques et potentielles rendues possibles par une extension des placements traditionnels aux placements alternatifs. Enfin, à la lumière d'un processus de due diligence clairement défini, on relativisera l'objection selon laquelle les placements alternatifs recèlent des risques nombreux et souvent difficiles à identifier.

6.1 Davantage de rendement grâce à des primes de risque supplémentaires

A fin 2015, environ 28 % de la fortune des caisses de pension étaient investis en placements alternatifs et immobiliers⁷ – sachant que, contrairement à l'opinion dominante sur le marché suisse des caisses de pension, tous les placements immobiliers sont considérés d'un point de vue financier comme des placements alternatifs en raison notamment de leur illiquidité.

La spécificité suisse de considérer séparément les placements immobiliers n'est pas sans lien avec les prescriptions de l'OPP 2. Même si, aux termes de l'OPP 2, la catégorie des placements alternatifs intègre une multitude de sous-catégories (par exemple fonds spéculatifs (*hedge funds*), placements en *private equity*, placements dans les matières premières) et est ainsi bien plus diversifiée que celle des placements immobiliers, elle est assortie d'une limite de 15 % contre 30 % pour ces derniers. La Suisse étant un peuple de locataires et donc de loueurs, le rôle des immeubles résidentiels en tant qu'objets de placement n'a fait que s'accroître au fil de l'histoire, y compris au sein des caisses de pension, et culmine aujourd'hui en raison de la situation des taux d'intérêt. C'est là un élément distinctif en comparaison internationale.

Il y a deux conclusions à en tirer. Premièrement, les placements alternatifs définis selon une approche financière, même si l'immobilier y est fortement représenté, ne sont pas un terrain inconnu pour les caisses de pension. Deuxièmement, il apparaît que le régulateur se démarque de la distinction financière entre placements traditionnels et alternatifs et accorde une place plus importante aux placements immobiliers qu'aux autres placements alternatifs.

Parmi les placements alternatifs, les placements immobiliers constituent dans bien des cas un gros risque en raison principalement du contexte de marché actuel, mais aussi des prescriptions de l'OPP 2. Certes, en termes de diversification, cette situation n'est en rien optimale. Mais elle montre que, s'agissant des placements alternatifs, il existe fondamentalement au sein des caisses de pension non seulement une capacité de risque, mais aussi une propension au risque. Grâce à leur longue expérience des placements immobiliers, les caisses de pension maîtrisent d'ores et déjà parfaitement une des caractéristiques principales des placements alternatifs, à savoir leur

⁷ Swisscanto, «Etude sur les caisses de pension en Suisse en 2016»

illiquidité. Elles se sont ainsi créées des conditions favorables pour étendre ou diversifier la catégorie des placements alternatifs.

Par rapport aux placements traditionnels, la prime d'illiquidité est une source de rendement supplémentaire parmi d'autres. Elle dédommage l'investisseur du fait que les placements alternatifs ne peuvent pas être liquidés aussi rapidement que des papiers cotés sur des marchés ouverts au public. Pourtant, une liquidité restreinte n'est pas forcément un inconvénient: en période de crise notamment, il est souvent judicieux de persister dans les investissements axés sur le long terme. À l'extrême, des délais de blocage suspendent temporairement la négociabilité, ce qui permet d'éviter de vendre au plus mauvais moment, souvent sur un coup de tête.

Graphique 6.1

Primes de risque par marché

Private Equity	2–4 % p.a.
Private Debt	1–3 % p.a.
Infrastructure (capital propre)	1–3 % p.a.
Immobilier Monde	1–3 % p.a.
Immobilier Suisse	0–1 % p.a.

Sur les 10 prochaines années, p.a.

«Prime par rapport aux placements cotés de même catégorie»

Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

Mais parmi les primes de risque figure aussi la source de rendement résultant de l'accès restreint aux marchés alternatifs. Alors que les actions cotées, par exemple, sont faciles à souscrire à tout moment, les investissements dans des entreprises privées (*private markets*) nécessitent nettement plus de temps et de savoir-faire. En particulier, il faut d'abord trouver des opportunités, puis en vérifier la qualité (*due diligence*), sachant que les informations à cet égard sont bien plus difficiles à se procurer que dans le cas de sociétés cotées.

Comme les placements alternatifs sont moins standardisés et moins accessibles que les placements traditionnels, tout en présentant parfois des structures complexes, ils offrent aussi aux investisseurs actifs des possibilités de rendement accrues (alpha).

Graphique 6.2

Primes de risque par marché

«Prime de risque marchés ouverts au public»	Rendement issu de marchés ouverts au public, facilement accessibles Exemple: investissement sur le marché américain des actions (indice actions S&P 500)
Prime de risque marchés alternatifs	Rendement issu de marchés alternatifs Marchés plus difficiles d'accès (marchés privés ou hedge funds) Exemple: investissement dans des entreprises américaines privées
«Prime de risque (il-)liquidité»	Rendement issu de marchés peu liquides Placements présentant un horizon long et une négociabilité restreinte Exemple: investissement de capital propre ou de capitaux étrangers dans des projets d'infrastructure
Alpha	Rendement issu des compétences du gérant de portefeuille Sélection des meilleurs placements Exemple: investissement dans les meilleurs fonds de private equity

Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

Le gérant de portefeuille a souvent diverses opportunités de surperformer le marché ou ses pairs. Ainsi, il arrive que les marchés non publics soient évalués de façon moins rigoureuse ou que le gérant de portefeuille soit soumis à des restrictions moindres, par exemple en matière de levée de capitaux étrangers. Mais ces opportunités recèlent aussi des risques et, pour les investissements axés sur l'alpha, le professionnalisme de la sélection est une condition de succès importante. Le graphique 6.9 illustre la manière dont pourrait se présenter ce processus.

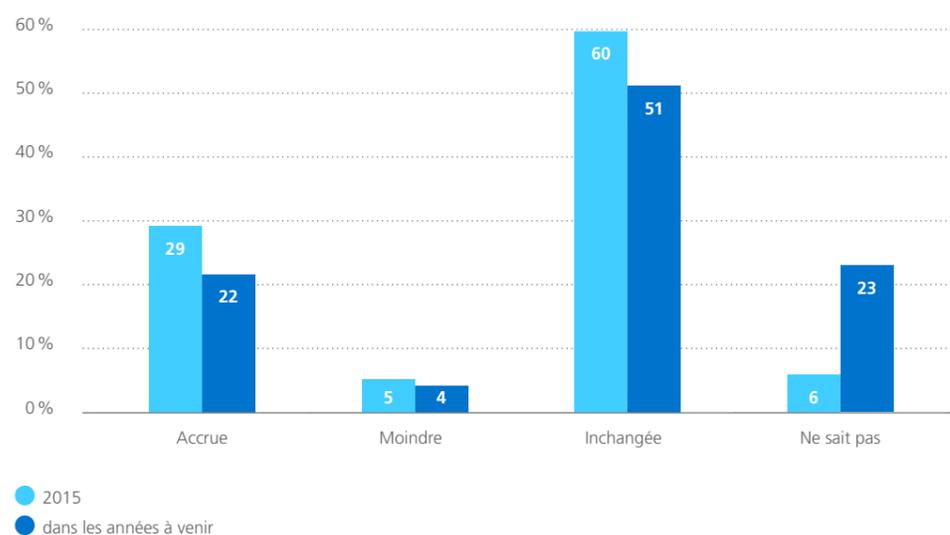
Par rapport aux placements traditionnels, les placements alternatifs sont soumis à des conditions plus strictes et comportent des risques supplémentaires. Mais ils présentent un autre aspect tout aussi important: logiquement, ces risques supplémentaires sont rémunérés par un surcroît de rendement par le biais des primes de risque et d'illiquidité auxquelles ils donnent lieu. Enfin, on peut se demander si ces placements sont susceptibles de procurer un avantage à l'investisseur. Par exemple, même si un placement en *private equity* affiche un ratio de Sharpe (rendement corrigé du risque) bien supérieur à celui de toutes les autres catégories de placement, il n'apportera rien à une caisse purement de retraite dont la durée de vie est limitée, les sorties de liquidités importantes et la compétence en matière de placements alternatifs éventuellement lacunaire.

6.2 Démystification des placements alternatifs

Malgré l'«état d'urgence» et les perspectives de rendement insuffisantes que connaissent aujourd'hui les portefeuilles de caisses de pension, les placements alternatifs (hors placements immobiliers) occupent une place subalterne dans l'allocation des actifs. A en croire une enquête de Swisscanto (voir graphique 6.3), cette situation ne semble pas devoir évoluer à brève échéance. A peine un quart des caisses de pension interrogées envisagent d'accroître leur quote-part de placements alternatifs au cours des prochaines années.

Graphique 6.3

Évolution de la diversification en ce qui concerne les placements alternatifs



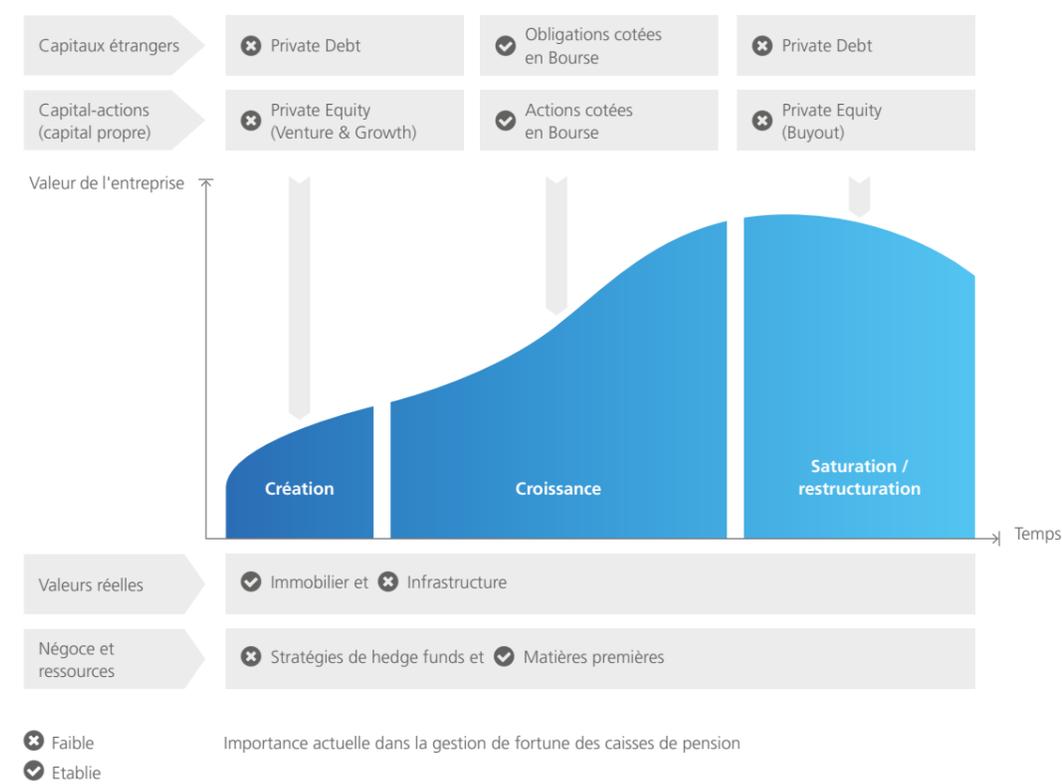
Source: Swisscanto, «Etude sur les caisses de pension en Suisse en 2016»

Le graphique 6.4 distingue pour les catégories de placement, selon leur but, quatre possibilités. Les deux premières catégories, Capitaux étrangers et Capital propre (dont le capital-actions constitue souvent la composante principale) dépendent du mode de financement de l'entreprise concernée et se rapportent au passif du bilan. Dans un deuxième temps, on détermine s'il s'agit de capital coté en bourse ou privé. Là réside en effet la différence principale entre les catégories traditionnelles de placement (actions et obligations cotées ou régulièrement négociées) et leurs homo-

logues alternatives (*private equity* et *private debt* non cotés ou privés). La distinction entre capitaux cotés et non cotés se reflète dans les différentes phases du cycle de vie des entreprises. Toute entreprise est créée avec des capitaux privés, puis passe habituellement par une phase de croissance. Lorsqu'elle atteint une certaine dimension, soit elle est vendue en Bourse, soit elle reste privée. Le cycle de vie typique – création, croissance, saturation/restructuration – vaut en principe pour les entreprises cotées comme pour celles qui restent en mains privées.

Graphique 6.4

Démystification des placements alternatifs



Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

Toutefois, les investissements dans des entreprises cotées se situent souvent entre les phases de croissance et de saturation, tandis que les investissements dans des entreprises privées se concentrent sur la phase de création (*Venture Capital*⁸ dans le cas de capital propre), le début de la phase de croissance qui s'ensuit (*Growth*) ou la phase de saturation/restructuration (*Buyout*⁹ / *Distressed securities*¹⁰).

Du point de vue du but visé, les investissements cotés et non cotés au sein des catégories Capitaux étrangers (*debt*) ou Capital propre (*equity*) sont à considérer comme largement équivalents, indépendamment du fait qu'ils s'effectuent sur des marchés privés (*Private Equity/ Private Debt*) ou en Bourse (actions cotées et obligations régulièrement négociées). Cette approche fait d'autant plus la différence que l'horizon de placement est long, car elle atténue les éléments distinctifs que sont l'illiquidité et l'accès au marché.

La catégorie suivante du graphique 6.4 concerne les placements dits «en valeurs réelles», c'est-à-dire les placements en biens immobiliers et dans l'infrastructure. Les placements dans l'infrastructure (voirie, ponts, centrales électriques, aéroports, hôpitaux, etc.) font en réalité aussi partie des «placements immobiliers», mais l'OPP 2 les définit comme une catégorie de placement séparée. Comme les biens immobiliers, les équipements d'infrastructure sont indispensables au fonctionnement d'une économie. L'eau, l'électricité, l'hygiène ou les soins médicaux constituent la base de la pyramide des besoins d'une société. Il est donc pertinent d'ajouter les équipements d'infrastructure à la catégorie des biens immobiliers et de réunir les placements correspondants dans un groupe à part entière intitulé par exemple «placements en valeurs réelles».

La dernière catégorie concerne les stratégies de négoce (en particulier les *hedge funds*) ainsi que les placements dans les matières premières. Comme ces domaines sont difficiles à classer en fonction d'un but économique, il convient de les considé-

8 Capital initial d'une entreprise qui, parce qu'il est constitué à un stade précoce du cycle de vie, comporte des risques accrus.

9 Reprise totale ou partielle d'une entreprise via la Bourse ou dans le cadre du secteur privé. Une telle reprise peut avoir différents objectifs, comme par exemple une meilleure capacité des nouveaux propriétaires de lever des fonds ou de restructurer le capital, ou encore une amélioration potentielle de la gestion ou de la direction de l'entreprise.

10 Papiers-valeurs ou stratégies permettant de renflouer par des fonds propres, par le crédit ou par ces deux moyens une entreprise en difficulté financière.

rer comme une véritable catégorie alternative de placement, où pourraient figurer aussi diverses formes de placement ne relevant pas des autres catégories. Parmi ces sous-catégories, on peut citer l'exemple des titres liés à une assurance (*insurance-linked securities*). Cette catégorie de niche, en théorie, pourrait aussi être intégrée dans les Capitaux étrangers ou le Capital propre, puisque tôt ou tard quasiment tous les investissements passent par le bilan de l'entreprise concernée. Mais dans l'exemple susmentionné, seul un segment d'activité spécifique (p. ex. réassurances des catastrophes naturelles) d'une branche donnée (assurances) est financé par le biais de véhicules particuliers (p. ex. des *special purpose vehicles*): cela confère trop de spécificités à l'investissement pour qu'il soit possible de le classer dans une des catégories principales précitées.

L'organisation des catégories de placement illustrée par le graphique 6.4 repose sur l'idée maîtresse que d'un point de vue économique, une grande partie des placements aujourd'hui qualifiés d'alternatifs sont sur un pied d'égalité avec les catégories traditionnelles et sont donc tout aussi importants pour la pérennité du cycle économique. Les catégories de placement *Private Debt*, *Private Equity*, Infrastructure et Stratégies de *hedge funds* (croix) restent encore largement méconnues et recèlent donc un potentiel considérable car, si on les connaissait mieux, on pourrait en exploiter les possibilités comme on le fait pour les autres placements (coches).

S'agissant principalement des trois premières catégories (Capitaux étrangers, Capital propre et Valeurs réelles), cet angle d'approche peut permettre de se rendre compte que la plupart des placements alternatifs, à l'origine, ne se distinguent pas des placements traditionnels. Mais il faut impérativement se souvenir qu'en tant qu'investissements, ils présentent des caractéristiques distinctes notamment en termes de primes de risque.

6.3 Potentiel d'optimisation pour les caisses de pension

Afin de quantifier la plus-value des catégories de placement non traditionnelles pour une caisse de pension bien diversifiée, le graphique 6.5 présente deux allocations ainsi que les indicateurs rendement/risque attendus par le groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB sur les dix prochaines années, par an. Le portefeuille «réel» se base sur l'allocation moyenne actuelle des caisses de pension selon Swisscanto¹¹. A titre de comparaison, le portefeuille «théorique» constitue une recommandation en vue d'une allocation largement diversifiée, axée sur les placements non cotés et les placements en valeurs réelles.

Par rapport à l'allocation réelle, l'allocation théorique accroît principalement les quotes-parts des catégories *Private Equity*, Infrastructure et Immobilier Monde, au détriment des catégories Obligations Suisse et Immobilier Suisse. Bien que cela revienne à réduire des catégories de placement plutôt défensives, grâce à une meilleure diversification, le risque attendu du portefeuille théorique s'accroît moins que la hausse du rendement attendu ne s'accélère. On peut donc tabler sur un rendement corrigé du risque (ratio de Sharpe) plus élevé, et donc sur un portefeuille plus performant.

11 Swisscanto, «Etude sur les caisses de pension en Suisse en 2016»

Graphique 6.5

Portefeuilles de caisses de pension actuel («réel») et recommandé («théorique»), indicateurs attendus¹²

	Portefeuille réel	Portefeuille théorique
Obligations	42,5 %	32,0 %
Obligations CHF	31,5 %	20,0 %
Obligations monnaies étrangères*	11,0 %	12,0 %
Actions	32,0 %	35,5 %
Actions Suisse	13,5 %	7,0 %
Actions Monde	17,0 %	21,0 %
Private Equity*	1,5 %	7,5 %
Valeurs réelles	21,5 %	27,5 %
Immobilier Suisse	20,0 %	15,0 %
Immobilier Monde*	1,5 %	5,0 %
Infrastructure*	0,0 %	7,5 %
Négoce et ressources	4,0 %	5,0 %
Hedge funds*	2,0 %	5,0 %
Matières premières	2,0 %	0,0 %
Total	100,0 %	100,0 %
Rendement attendu à 10 ans, p.a.	3,0 %	3,9 %
Volatilité attendue à 10 ans, p.a.	5,5 %	6,1 %
Ratio de Sharpe attendu	0,48	0,58

*CHF couvert

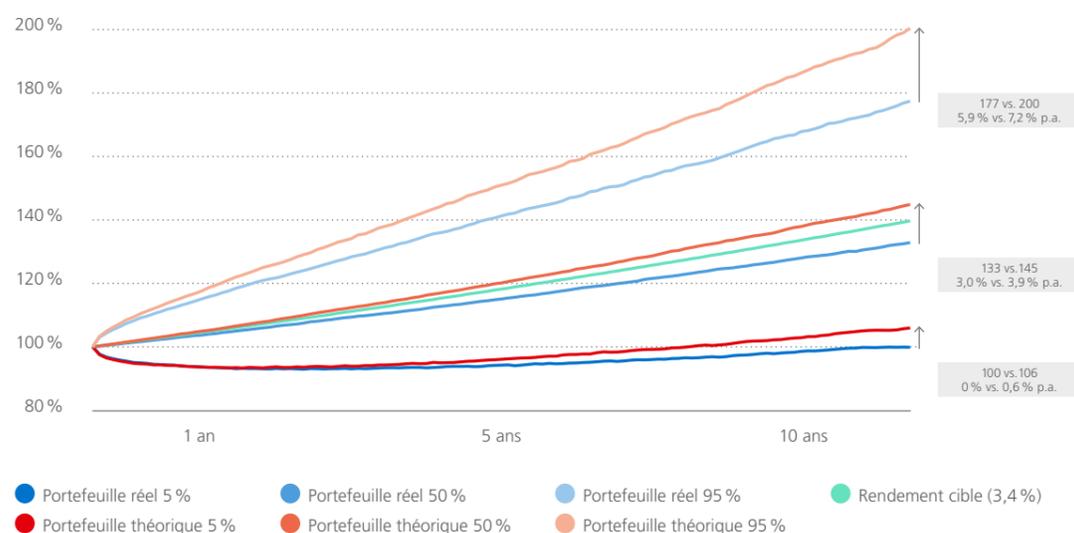
Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

12 Les catégories de placement font l'objet d'approximations sur la base des indices/portefeuilles suivants (portefeuille réel/portefeuille théorique): 31,5 %/20 % SBI AAA-BBB TR, 1 %/12 % Barclays Global Aggregate (hCHF), 0 %/7,5 % Infrastructure (hCHF), 17 %/21 % MSCI World, 13,5 %/7 % SPI, 1,5 %/7,5 % CAPE US *Private Equity* Index (hCHF), 2 %/5 % HFRI Fund of Funds Composite (hCHF), 10 %/7,5 % KGAST Immo Schweiz TR (correspond à la moitié de la quote-part Immobilier Suisse), 10 %/7,5 % SIX Real Estate Funds (idem), 1,5 %/5 % NCREIF Property Index (hCHF), 3 %/0 % Dow Jones UBS Commodity Index.

Si l'on examine les évolutions possibles des deux portefeuilles sur une longue période de dix ans (voir graphique 6.6), on constate que malgré un risque accru, le portefeuille théorique est plus performant que le portefeuille réel pourtant plus défensif, et ce même dans un scénario pessimiste (limite inférieure de l'intervalle de confiance de 90 % d'une simulation de Monte-Carlo¹³, c'est-à-dire que 95 % de tous les autres scénarios pris en compte sont plus favorables). Cela résulte du fait que le rendement attendu est plus élevé et peut être atteint moyennant un risque supplémentaire relativement réduit.

Graphique 6.6

Simulation de Monte-Carlo sur les dix prochaines années^{13, 14}



Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

Quant au rendement cible moyen actuel, qui s'établit à 3,4 %¹⁵, il est plus probable qu'il soit atteint dans le cadre du portefeuille théorique que dans celui du portefeuille réel. Alors que ce dernier affiche un rendement attendu inférieur au rendement cible, le portefeuille théorique bénéficie, grâce notamment à l'allongement de l'horizon de placement, d'un meilleur rendement attendu (3 %).

Si l'on prend en compte de surcroît les frais de gestion de fortune, imputés sur les rendements attendus à hauteur de 0,44 % par an pour les portefeuilles courants de caisses de pension, le rendement attendu net du portefeuille réel (environ 2,5 % par an) s'établit nettement en-deçà du rendement cible (3,4 %). Même en admettant que les frais afférents au portefeuille théorique seront supérieurs à 0,44 % en raison de la quote-part accrue de placements non traditionnels, la conclusion ne change guère¹⁶: par rapport au portefeuille réel, la probabilité d'atteindre le rendement cible est nettement supérieure dans le cadre du portefeuille théorique.

L'évolution historique des portefeuilles réel et théorique entre 2000 et 2016 confirme les caractéristiques de placement attendues. Les graphiques 6.7 et 6.8 illustrent le surcroît de rendement du portefeuille théorique par rapport au portefeuille réel sur différentes périodes. Au vu du graphique 6.7, il apparaît que ce surcroît de rendement intervient surtout sur une période longue en raison de l'effet des intérêts composés. Les calculs historiques montrent toutefois aussi que le portefeuille théorique a été exposé à de plus fortes fluctuations (risque), ce qui se répercute sur les pertes maximales des différentes périodes. A noter enfin que la volatilité, en tant que mesure du risque, ne peut donner qu'une image partielle des autres facteurs de risque propres aux placements illiquides (notamment la négociabilité et les possibilités d'évaluation restreintes).

¹³ La simulation de Monte-Carlo génère des évolutions aléatoires de la fortune sur la base de variables hypothétiques de rendement et de risque. En simulant un grand nombre d'évolutions, on obtient une approximation de la probabilité d'occurrence des évolutions futures et/ou des résultats finaux.

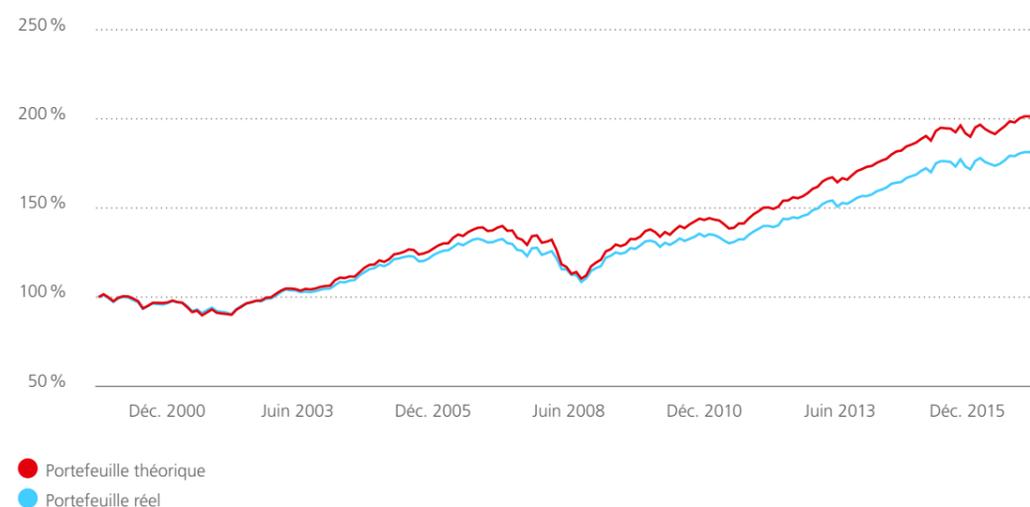
¹⁴ On suppose que chaque allocation des actifs est rajustée mensuellement en fonction de l'allocation initiale et que tous les revenus sont réinvestis. Ne sont imputés ni frais de transaction, d'administration ou de gestion de fortune, ni impôts.

¹⁵ Swisscanto, «Etude sur les caisses de pension en Suisse en 2016»

¹⁶ Exemple de calcul des surcoûts du portefeuille théorique sur la base d'une allocation en placements alternatifs supérieure de 1 % (on suppose que le Total Expense Ratio (TER) est en moyenne de 0,25 % pour les placements traditionnels et de 2,5 % pour les placements non traditionnels): $13\% \times 2,25\% = 0,29\%$ p.a.

Graphique 6.7

Simulation historique des portefeuilles réel et théorique de caisses de pension entre le 31.12.2000 et le 31.10.2016; données historiques^{12,15}



Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

Graphique 6.8

Simulation historique des portefeuilles réel et théorique de caisses de pension entre le 31.12.2000 et le 31.10.2016; données historiques^{12,15}

	Portfeuille réel	Portfeuille théorique
31.12.2000 – 31.10.2016		
Rendement p.a.	3,8 %	4,5 %
Risque p.a.	4,9 %	5,3 %
Ratio de Sharpe	0,62	0,71
Perte maximale	-18,3 %	-21,1 %
31.10.2006 – 31.10.2016		
Rendement p.a.	3,6 %	4,4 %
Risque p.a.	5,0 %	5,5 %
Ratio de Sharpe	0,63	0,72
Perte maximale	-18,3 %	-21,1 %
31.10.2011 – 31.10.2016		
Rendement p.a.	6,3 %	7,2 %
Risque p.a.	3,7 %	3,6 %
Ratio de Sharpe	1,81	2,11
Perte maximale	-3,1 %	-3,2 %

Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

Les caractéristiques des placements non cotés, plus illiquides, se confirment tant dans les prévisions du groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB que, rétrospectivement, dans les simulations historiques. Le constat selon lequel les primes de risque supplémentaires inhérentes aux placements alternatifs semblent vraiment porter leurs fruits est à prendre en compte impérativement lors de la définition ou de l'optimisation de la stratégie de placement.

6.4 Processus de due diligence pour les placements alternatifs

Le triangle magique de l'investissement – sécurité, liquidité et rentabilité – constitue la base de toute gestion de fortune. Tel est aussi le cas aux articles 50 à 52 de l'OPP 2, qui concernent plus spécifiquement la gestion des placements de caisses de pension. Le potentiel de rendement de différents placements a été mis en lumière à

l'aide d'une série d'exemples. Si les placements alternatifs demeurent néanmoins rares dans les portefeuilles, cela doit tenir par conséquent aux aspects de sécurité et de liquidité, qui conjuguent sans doute leurs effets. La liquidité est certes essentielle pour les caisses de pension mais, dans bien des cas, elle joue aujourd'hui un rôle secondaire, car les cotisations versées compensent encore largement les sorties de liquidités (voir chapitre 5).

Par «sécurité», l'OPP 2 entend principalement l'assurance que les buts de prévoyance seront atteints. A cet égard, elle précise que la sécurité doit être évaluée en tenant compte de la totalité des actifs et que le principe d'une répartition appropriée des risques doit être respecté. Mais s'agissant des catégories de placement elles-mêmes, elle limite les placements alternatifs à 15 %. Des exemples pratiques nous ont déjà permis de montrer que cette limitation n'était pas optimale. En comparaison avec d'autres pays, elle marque d'ailleurs une extrême prudence de la part de la Suisse.

Avant d'envisager dans le chapitre 7 une nouvelle répartition par catégories de placement et pondérations et/ou restrictions dans le cadre de l'OPP 2, nous proposons ici un aperçu des processus de risque propres aux placements alternatifs.

Nous nous basons à cet effet sur les *due diligence checkpoints* proposés par le CFA Institute¹⁷ dans le processus de sélection de placements alternatifs. Bien que ces points clés puissent être très variables, ils donnent une idée concrète des éléments supplémentaires à prendre en compte par rapport aux placements traditionnels. L'objectif est que, grâce à une démarche progressive et rigoureuse, on connaisse et puisse apprécier les principaux risques d'un placement.

¹⁷ Le CFA Institute est une association internationale à but non lucratif qui regroupe des analystes financiers, des gérants de portefeuille et d'autres professionnels du placement. Sa mission consiste à promouvoir auprès de ces professionnels, dans l'intérêt de la société toute entière, les normes les plus exigeantes en matière d'éthique, de formation et de compétence.
(<https://www.cfasociety.org/switzerland/Pages/Leadership.aspx> et <https://www.cfainstitute.org/about/vision/Pages/index.aspx>).

Graphique 6.9

Processus d'évaluation des placements alternatifs (d'après les due diligence checkpoints, CFA Program Curriculum)

- 1 Analyse des opportunités sur le marché
Y a-t-il sur le marché des possibilités de rendement (supplémentaire)?
Les circonstances et/ou les réussites passées n'offrent aucune garantie pour l'avenir.
- 2 Analyse du processus de placement
Quels sont les points forts du responsable des placements? Que fait-il mieux que d'autres?
Comment les opportunités sont-elles identifiées et mises à profit?
- 3 Analyse de l'entreprise
Est-elle financièrement saine? Bien gérée? Existe-t-il une gestion des risques?
Quelle est sa réputation? Comment fonctionne le système de rémunération? Quelles sont les fluctuations des effectifs?
- 4 Analyse des personnes
Rencontrer les collaborateurs personnellement afin d'évaluer leur personnalité, leur savoir-faire ainsi que le climat de confiance.
- 5 Analyse des conditions contractuelles et de la structure des investissements
Comment se présente le tarif des commissions? Les intérêts du responsable des placements et de l'investisseur sont-ils concordants?
- 6 Analyse des documents de placement
Lire les documents: p. ex. contrat de fonds / prospectus ou rapports de révision.
- 7 Mise en œuvre systématique d'un processus de due diligence clair sur ce modèle.

Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

Un processus tel que celui présenté par le graphique 6.9 ne saurait éliminer les problèmes concrets qui se posent lorsqu'il s'agit d'opter pour une nouvelle catégorie de placement ou pour des placements particuliers. L'analyse des risques supplémentaires, voire des nouveaux risques, restera une des tâches majeures des responsables des placements et pourrait même gagner en importance. Informer le directeur et, surtout, le conseil de fondation en tant qu'organe suprême génère inévitablement un surcroît de travail. S'y ajoutent l'acquisition du savoir-faire spécifique requis en matière de placements, l'assimilation des informations sur les produits, les tâches administratives résultant d'obligations étendues en matière de reporting ou de la nécessité de justifier les décisions – autant d'exigences nouvelles qui s'écartent de la routine habituelle.

On pourrait encore citer divers autres obstacles, comme les coûts ou la transparence, qui incitent à se fermer aux placements moins courants que les autres et, notamment, aux placements alternatifs. Indubitablement, ces objections ont leur perti-

nence. Mais sachant qu'une gestion optimale des portefeuilles de caisses de pension doit sortir du périmètre des catégories traditionnelles de placement, il y a lieu au minimum d'examiner ces opportunités sérieusement – parce que les perspectives des marchés des capitaux évoluent, et enfin par esprit de responsabilité envers les destinataires de prestations.

Entretien avec Martin Roth, Directeur de la Caisse de pension Manor

«Les prescriptions de l'OPP 2 ne sont plus en phase avec notre époque»



ASB: Monsieur Roth, quels sont actuellement à vos yeux les défis majeurs pour le deuxième pilier en général et pour votre caisse en particulier?

Martin Roth: L'évolution démographique, avec la génération du baby-boom et l'allongement constant de l'espérance de vie, constitue indéniablement un défi de taille. En outre, nous ne pouvons pas compter sur les futurs rendements que généreront les marchés financiers et des capitaux pour régler le problème. Au contraire, je pense que la contribution des placements, ces prochaines années, sera moindre que ce à quoi nous étions habitués jusqu'ici.

En tant que responsable, que pouvez-vous faire pour vos quelques 12 000 bénéficiaires de prestations? Existe-t-il des mesures d'amélioration que vous pouvez mettre en œuvre de votre propre chef, c'est-à-dire indépendamment des contraintes économiques et politiques?

Notre deuxième pilier est soumis à de nombreuses contraintes politiques: taux d'intérêt minimal, taux de conversion, taux de couverture ou prescriptions de placement. Les modifier se révèle difficile. Compte tenu de ces contraintes, en tant que directeur, je suis très attentif à la gestion de fortune, afin que le marché financier joue autant que possible son rôle de troisième cotisant.

Concrètement, je crains que les catégories de placement traditionnellement privilégiées par les caisses de pension, à savoir les actions, les obligations et l'immobilier suisse, n'aient plus une rentabilité suffisante pour nous permettre d'atteindre le rendement net de 2,8 % par an dont nous avons besoin. Un recours substantiel à des sources de rendement alternatives peut voire doit constituer une partie de la solution, pour autant que les besoins de liquidités le permettent et que l'on dispose de l'horizon de placement requis. Pour moi, il est clair que les prescriptions de l'OPP 2, avec une limite supérieure recommandée de 15 % pour les placements alternatifs, ne sont plus adaptées à notre époque. Sans compter que certaines catégories de placement comme par exemple le *private equity*, l'infrastructure ou certaines stratégies de *hedge funds* ont pris beaucoup trop d'importance pour être mises toutes dans un même panier étiqueté «placements alternatifs».

Quels sont selon vous les avantages des placements alternatifs? Quels sont leurs inconvénients?

Les placements alternatifs sont généralement des placements non cotés, c'est-à-dire non négociables sur des marchés accessibles au public. Cette restriction est compensée à long terme par de meilleurs rendements. La négociabilité restreinte a en outre comme effet secondaire positif que ces placements sont exposés à de moindres fluctuations que les papiers-valeurs cotés. Cela influe positivement sur les caractéristiques du couple rendement/risque au niveau du portefeuille global.

Autre avantage de ces placements: ils permettent de mieux refléter les caractéristiques de l'investissement et ne subissent pas les impacts d'une cotation boursière. Il en résulte, outre une moindre volatilité, des corrélations attrayantes tant par rapport aux placements traditionnels que par rapport à d'autres placements alternatifs.

Beaucoup de caisses de pension hésitent néanmoins face à la négociabilité restreinte et aux questions de liquidité. Mais dans notre cas ce n'est pas un problème, car nous pilotons et contrôlons systématiquement la liquidité globale de nos avoirs. De plus, nous détenons toujours une grande part de placements liquides, dont nous pourrions nous défaire à tout moment.

Malgré un contexte plus tendu et quels que soient les avantages qu'ils présentent, les placements alternatifs restent généralement mineurs aujourd'hui au sein des caisses de pension. Comment expliquez-vous cette situation?

Les mauvaises expériences faites par le passé ont sans doute laissé des traces. Les produits complexes, plus coûteux, suscitent donc beaucoup de scepticisme. Par ailleurs, il est plus facile de justifier des évolutions négatives pour les catégories traditionnelles de placement que, par exemple, pour certaines stratégies de *hedge funds* ou certains *private equity funds of funds*.

Enfin, le fait que le législateur mette tous les placements alternatifs dans le même panier et fixe une limite à 15 % ne favorise sans doute pas la confiance.

Qu'est-ce qui permettrait de faire évoluer la situation, voire de l'améliorer?

En tout premier lieu, il faut être conscient que le rendement apporte une contribution de poids à la croissance des avoirs du deuxième pilier. Son rôle est significatif pour surmonter les problèmes résultant des mutations structurelles. Et les caisses de pension en sont maîtres, du moins en partie.

L'OPP 2 appelle à une gestion responsable des avoirs de prévoyance. Selon moi, cela signifie qu'il faut veiller non seulement aux aspects de liquidité et de sécurité, mais aussi à la garantie durable des prestations de prévoyance. Il appartient aux caisses de pension de faire en sorte que le potentiel de rendement sur les marchés financiers soit pleinement exploité dans l'intérêt de leurs destinataires de prestations.

Last but not least, l'OPP 2 doit être plus incitative. La catégorie fourre-tout des placements alternatifs reste encore souvent un tabou. Y mettre de l'ordre, par exemple en ventilant des catégories de placement comme Private Investments sur le modèle des placements traditionnels, voire parmi les placements traditionnels, et en relevant les limites, serait source de clarté et de transparence. Ce serait un signal fort à mon sens non négligeable.

A propos de Martin Roth

Martin Roth dirige la Caisse de pension Manor depuis trois ans. Précédemment, il a été Portfolio Manager chez UBS, de sorte qu'il compte au total plus de vingt années d'expérience dans le domaine de la gestion de fortune. Martin Roth est également analyste financier et gérant de fortune/CIIA® (AZEK). Il est titulaire d'un «Diploma of Advanced Studies in Pension Fund Management» de l'Université de Lucerne ainsi que du CAS General Management de l'Université de St-Gall (HSG).

A propos de la Caisse de pension Manor

Les actifs sous gestion au sein de la Caisse de pension Manor s'élèvent à environ CHF 1,7 milliard. Leur taux de couverture s'établit actuellement à 111 % et a augmenté en moyenne de 2 % sur les cinq dernières années. La Caisse assure 8 900 personnes actives et 3 300 bénéficiaires de rente. L'âge moyen des assurés actifs est de 41 ans. Au 30 septembre 2016, l'allocation des actifs était la suivante: 14,5 % de placements à taux fixe, 31 % d'actions, 26 % d'immobilier et 16,5 % de placements alternatifs.

7 Une révision de l'OPP 2 pour une meilleure performance

Certes, pour la majorité des caisses de pension, les prescriptions de placement de l'OPP 2 recèlent toujours un potentiel inexploité d'optimisation de leurs portefeuilles. Mais les besoins croissants en matière de rendement imposent une révision de ces prescriptions en direction d'une approche plus libérale des placements non traditionnels. Le présent chapitre développe donc une conception élargie des prescriptions de l'OPP 2 et la soumet au débat.

Les chapitres qui précèdent, consacrés à la théorie du portefeuille de Markowitz et aux placements alternatifs, ont mis en lumière le potentiel d'optimisation dont disposent les caisses de pension pour mieux exploiter le marché financier comme troisième cotisant. Ces possibilités d'amélioration sont pour la plupart vérifiables et applicables moyennant une charge de travail raisonnable. Les mesures recommandées peuvent le plus souvent être mises en œuvre par les caisses de pension de manière autonome, indépendamment des milieux politiques ou économiques, dans la mesure où elles portent pour l'essentiel sur la seule gestion de fortune.

On a montré également que, s'agissant de la structuration des portefeuilles, il existe un premier niveau qui se situe dans le cadre des prescriptions actuelles de l'OPP 2 et un deuxième qui va au-delà (voir chapitre 5). On a présenté ensuite les différences et les similitudes principales entre placements traditionnels et non traditionnels, puis tenté de démystifier les placements alternatifs. Cette démystification est importante car une extension des prescriptions de l'OPP 2 n'a de sens que si les marges de manœuvre ainsi créées sont mises à profit. Mais d'ores et déjà, un changement d'approche dans le cadre des lignes directrices existantes de l'OPP 2 se révélerait

fructueux, car bien des caisses de pension disposent d'un potentiel d'optimisation de leurs portefeuilles en termes de performance.

Le changement d'approche motivé par les évolutions récentes, dont on vante ici les mérites, rend nécessaire une adaptation de l'OPP 2. A cet effet, le soutien des milieux politiques et économiques est indispensable. Nous proposons ci-après une base de réflexion pour les experts chargés de réviser l'OPP 2.

Les propositions similaires formulées à plusieurs reprises par les milieux politiques et économiques pourront leur servir de points de référence. Les recommandations de la présente étude qui dépendent de décisions politiques devraient trouver une oreille attentive au moins dans ces milieux.

7.1 Une proposition de révision des prescriptions de l'OPP 2

L'OPP 2 classe les placements qui ne relèvent pas des catégories traditionnelles (actions, obligations, biens immobiliers) dans la catégorie des placements alternatifs. Ces derniers ne doivent pas représenter actuellement plus de 15 % de la fortune totale. Il en résulte deux prescriptions essentielles: la première définit les placements autorisés et leur classification (OPP 2, art. 53), la deuxième fixe des limites par catégorie (OPP 2, art. 55). Ces deux éléments sont importants parce qu'ils sont décisifs pour l'allocation stratégique des actifs et conditionnent ainsi dans une très large mesure le succès de la gestion de fortune.

Le graphique 7.1 présente une base de réflexion en vue d'une révision des articles 53 et 55 OPP 2. Il se fonde sur la répartition par catégorie de placement proposée au chapitre 6.2. Les modifications envisagées tiennent compte des développements qui précèdent dans la mesure où:

- a) quatre catégories de placement sont désormais définies: Capitaux étrangers, Capital propre, Placements en valeurs réelles et Négoce et ressources (restructuration dans le cadre de l'article 53 OPP 2); elles sont conçues de manière à se rapprocher de leur pendant coté en Bourse et davantage axées sur le but économique de l'investissement; et
- b) les limites par catégorie (article 55 OPP 2) sont adaptées et/ou assouplies compte tenu des changements décrits sous a).

Les limites par débiteur de l'OPP 2 (article 54), qui complèteraient les règles applicables en matière de placements, ne sont pas prises en compte car elles jouent un rôle secondaire dans l'allocation stratégique des actifs et pourraient être reprises telles quelles en grande partie.

Graphique 7.1

Proposition d'actualisation des catégories de placement et des limites dans le cadre de l'OPP 2

	Sous-catégorie de placement	Limite		OPP 2 Article
		nouvelle	existante	
Capitaux étrangers		100 %	–	
Coté	Obligations CHF et monnaies étrangères	100 %	100 %	55
Privé	Titres hypothécaires CH	50 %	50 %	55 a.
	Private Debt (nouveau)	15 %	–*	55 d.
Capital propre		75 %	–	
Coté	Actions CHF et monnaies étrangères	75 %	50 %	55 b.
Privé	Private Equity (nouveau)	15 %	–*	55 d.
Placements en valeurs réelles (capital propre)		50 %	–	
Coté	Immobilier Suisse et Monde	50 %	30%/10 %	55 c.
Privé	Immobilier Suisse et Monde	50 %	30%/10 %	55 c.
	Infrastructure (nouveau)	15 %	–*	55 d.
Négoce et ressources		15 %	–	
Négoce	Hedge funds	–	15 %*	55 d.
Ressources	Matières premières	–	15 %*	55 d.
Autres	Insurance linked securities etc.	–	15 %*	55 d.
Monnaies étrangères sans couverture de change		30 %	30 %	55 e.

* Catégorie de placement entrant dans la limite de 15 % actuellement en vigueur pour les placements alternatifs en vertu de l'OPP 2

Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

Une réorientation sur la base du graphique 7.1 aurait des conséquences concrètes sur les prescriptions de l'OPP 2, en particulier celles de l'article 53. Ainsi par exemple, à la lettre e) de cet article, la catégorie des «placements alternatifs» devrait être remplacée par une catégorie «Négoce et ressources» qui ne comprendrait plus que les fonds spéculatifs (*hedge funds*), les *insurance linked securities* (titres liés à une

assurance) et les matières premières. Les placements dans l'infrastructure s'inscriraient comme les placements immobiliers dans la catégorie «Placements dans des valeurs réelles», par exemple à la lettre c) qui concerne aujourd'hui exclusivement les biens immobiliers. Les placements en *private equity*, enfin, trouveraient leur place à la lettre d) «participations à des sociétés». Actuellement, les participations non cotées à des sociétés sont classées parmi les «placements alternatifs» à la lettre e).

Le graphique 7.1 implique d'autres adaptations de l'OPP 2 sur le modèle des exemples précités, mais il n'entre pas dans le champ de la présente étude de les exposer en détail.

L'orientation, quoi qu'il en soit, est claire: grâce à une plus grande marge de manœuvre, les caisses de pension auraient la possibilité d'accroître le rendement de leurs portefeuilles tout en les diversifiant mieux (chapitre 5). Cette diversification résulterait au premier chef du recours à des placements non traditionnels en raison de leurs spécificités attrayantes (chapitre 6).

En théorie, les nouvelles dispositions proposées permettraient d'intégrer dans un portefeuille 60 % de placements aujourd'hui qualifiés d'alternatifs (p. ex. *private debt* 15 %, *private equity* 15 %, infrastructure 15 %, *hedge funds* 15 %). Cela, en apparence, va très loin. Il s'agit toutefois d'un exemple extrême qui peut être tout à fait pertinent, mais qu'aucune caisse de pension ne se risquerait sans doute à mettre en œuvre sans délai. Par ailleurs, les dépassements de limites autorisés envoient un signal en direction de l'égalité des placements traditionnels et des placements actuellement dits «alternatifs».

L'adaptation des prescriptions de placement est en discussion depuis longtemps, mais suscite aujourd'hui un regain d'intérêt en raison de la situation sur les marchés des capitaux et de l'évolution en cours dans le cadre du deuxième pilier. S'agissant de l'abrogation des prescriptions, on préconise de plus en plus une *prudent investor rule* rigoureuse (voir chapitre 8), c'est-à-dire une responsabilisation accrue des caisses de pension¹⁸. La proposition de restructurer l'OPP 2 est une tentative d'amorcer une étape intermédiaire importante en vue de réduire progressivement les restrictions de placement.

¹⁸ Par exemple Roland Kriemler: Anlagestiftungen: Investieren nach BVV2 und ASV; 2016 (en allemand uniquement)

Encadré: Best in Class – The Yale Investments Office

Cette étude présente divers avantages résultant de l'intégration de placements alternatifs ou de l'augmentation de leur quote-part dans les portefeuilles classiques de caisses de pension. Les auteurs sont toutefois conscients que ces mesures ne sauraient être la seule solution pour remédier à la situation actuelle du deuxième pilier et qu'il existe aussi des arguments qui plaident contre les placements alternatifs. En particulier, il importe de connaître les risques inhérents à cette catégorie de placement, surtout en comparaison avec les placements traditionnels courants.

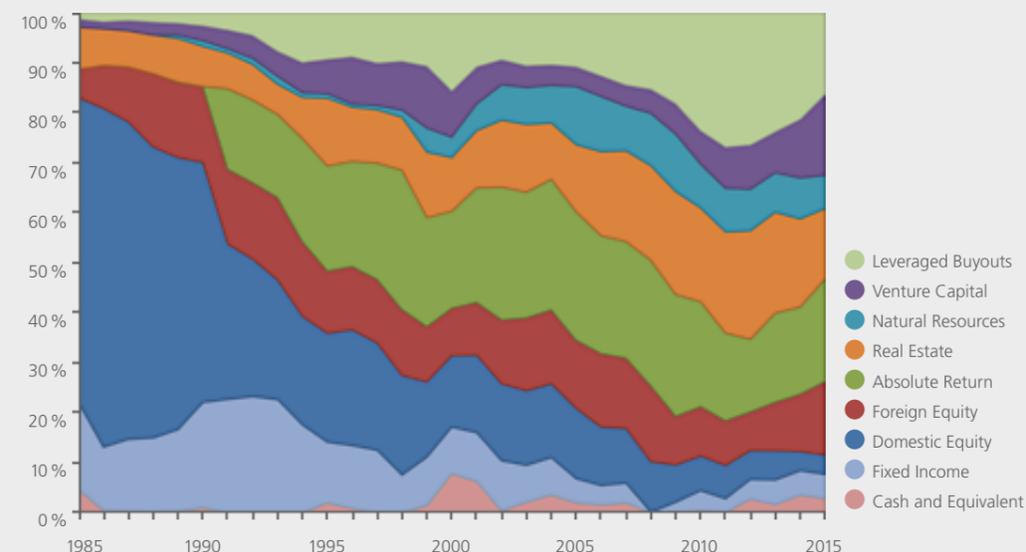
Mais en définitive, la présente étude recherche des solutions pour optimiser la gestion de fortune, dans le but ultime d'améliorer le rendement attendu des portefeuilles actuels de caisses de pension. Les placements alternatifs comptent indubitablement parmi ces solutions, en particulier pour les caisses de pension disposant d'un horizon de placement long. On verra au chapitre 9 que dans d'autres pays, les institutions de prévoyance n'hésitent pas à y recourir.

Les fondations pérennes qui, outre la préservation du capital, visent à générer des revenus réguliers affectés à des buts spécifiques, permettent une comparaison édifiante avec les caisses de pension. Les unes et les autres ont en effet des caractéristiques importantes en commun.

Parmi les fondations de ce type les plus connues, un grand nombre sont implantées sur les campus des meilleures universités internationales, de sorte qu'elles possèdent un énorme savoir-faire en matière financière et de placements. L'Endowment Fund de l'Université de Yale, aux États-Unis, compte parmi les plus performants. A fin juin 2015, il avait plus de USD 25 milliards sous gestion et le rendement dégagé sur les dix dernières années s'établissait à 10 % par an. En d'autres termes, malgré la crise financière, la fortune de la fondation a été multipliée par environ 2,6. Sur la même période, les actions internationales

Graphique 7.2

Évolution de l'allocation des actifs du Yale Endowment Fund depuis 1985



Source: The Yale Investments Office: The Yale Endowment 2015

(MSCI World, en USD) ont atteint 7 % par an et les obligations internationales (Barclays Global Aggregate, en USD) 3,5 % par an, moyennant sans doute un risque nettement plus élevé (volatilité).

Le graphique ci-dessus illustre l'allocation des actifs sur les dernières années. En 1985, les actions et obligations américaines représentaient 80 % du portefeuille, contre 12,5 % aujourd'hui. En contrepartie, les quotes-parts détenues dans les catégories Actions Etrangère, Ressources naturelles (p. ex. pétrole, gaz, bois ou charbon), *Leveraged Buyouts* (reprises d'entreprises souvent privées financées par des Capitaux étrangers), *Venture Capital* (financement de créations d'entreprises), *Absolute Return* (stratégies *event-driven* et *value-driven* principalement, qui génèrent du rendement à partir de fusions, de restructurations d'entreprises et/ou d'entreprises sous-évaluées) et Immobilier – selon la classification de Yale – ont été accrues dans des proportions parfois significatives.

S'agissant de la quote-part de placements illiquides dans l'allocation des actifs, l'objectif à long terme est aujourd'hui d'environ 50 %. Plus de 90 % de l'allocation vise des rendements similaires à ceux des actions. En juin 2015, la quote-part des placements à taux fixe n'était que de 4,9 %¹⁹.

Yale constate que par rapport à 1985 et à volatilité égale, le rendement effectif et attendu est supérieur dans le cadre de l'allocation actuelle, en raison d'un potentiel de rendement plus élevé et d'une meilleure diversification. Concrètement, les gérants de fortune de Yale prévoient un rendement à long terme de 6,7 % par an pour une volatilité de 13,3 % par an.

L'exemple du Yale Endowment Fund ne peut ni ne doit être transposé tel quel aux caisses de pension suisses. Les différences résultant des mentalités nationales, de certaines spécificités du marché des caisses de pension ou de la situation individuelle empêchent toute généralisation. Mais la comparaison vise à inciter les gérants de fortune de caisses de pension à privilégier de plus en plus, et surtout en temps utile, les placements alternatifs au détriment des placements traditionnels. A Yale en effet, les meilleurs gérants de fortune au monde ont enclenché ce processus depuis bien longtemps.

7.2 Nécessité du soutien des milieux économiques et politiques

Un changement profond de mentalité en matière de placement ainsi qu'une adaptation des prescriptions de l'OPP 2 sont impossibles sans le soutien des milieux économiques et politiques. Même si les prescriptions de placement sont définies principalement par voie d'ordonnance et si des adaptations seraient relativement faciles à initier par le Conseil fédéral, on n'a procédé jusqu'ici qu'à de modestes modifications.

La dernière révision de l'OPP 2 est intervenue en 2014. Le rôle des placements alternatifs a certes été discuté, mais sans grands changements car les risques focalisaient l'attention. Sur le front politique, diverses motions ont été déposées ces dernières années en vue de promouvoir l'investissement dans les sociétés

¹⁹ The Yale Investments Office: The Yale Endowment 2015

non cotées en Bourse²⁰, dans les infrastructures²¹ ou dans le capital-risque (*private equity*)²². Jamais le Conseil fédéral n'a jugé utile de changer quoi que ce soit, en avançant toujours les mêmes arguments: d'une part, les prescriptions actuelles laissent toute la latitude requise pour investir dans ces catégories de placement et, d'autre part, les risques sont trop importants pour en favoriser le développement.

En revanche, les milieux économiques comme ceux de la prévoyance professionnelle font de plus en plus entendre leur voix pour exiger des adaptations²³. Il faut s'attendre à ce que cette pression s'accroisse, voire devienne forte selon l'évolution des marchés financiers. La question est donc d'actualité et offre matière à discussion. Il faut espérer que les acteurs de la prévoyance professionnelle sauront se mobiliser avec suffisamment de fermeté pour que les conditions-cadres en matière de gestion de fortune soient améliorées dans les meilleurs délais.

²⁰ Motion du 09.06.2016, Claude Bégli: Faciliter l'investissement des caisses de pension dans les sociétés non cotées en Bourse

²¹ Motion du 23.09.2015, Thomas Weibel: Rendre les placements dans les infrastructures plus attractifs pour les caisses de pension

²² Motion du 12.12.2013, Konrad Graber: Caisses de pension. Placements à long terme dans les technologies d'avenir et création d'un fonds à cet effet

²³ Voir encadré: Entretien avec Martin Roth, Directeur de la Caisse de pension Manor

8 La *prudent investor rule* en ligne de mire

La réglementation quantitative des placements qui prévaut en vertu de l'OPP 2 depuis l'entrée en vigueur de la LPP n'est plus adaptée à notre époque. Tant les Etats-Unis que la Grande-Bretagne et d'autres pays ont modifié leurs prescriptions au regard du nouveau contexte et privilégient la *prudent investor rule*. C'est dans cette même direction que vont les mesures d'optimisation préconisées dans la présente étude. Définir une allocation stratégique optimale des actifs nécessite un changement d'approche radical et davantage de libertés au niveau de l'OPP 2. Mais moins de restrictions et plus de marge de manœuvre, cela implique aussi plus de responsabilité. Si l'OPP 2 intègre ces éléments, elle n'en mérite pas moins une révision de fond tant du point de vue des responsabilités qu'au regard de la nécessité d'améliorer la performance des portefeuilles.

Le cadre réglementaire applicable à la gestion de fortune des institutions de prévoyance repose toujours pour l'essentiel sur la garantie, l'énumération des placements autorisés et la définition de limites de placement. Comme le précisaient déjà les Commentaires de la modification de l'OPP 2 au 1^{er} janvier 2009 (art. 49-59), l'objectif est aussi de mettre au premier plan la responsabilité de l'organe suprême des institutions de prévoyance ainsi que le principe de prudence (*prudent investor*

rule). Toutefois, en pratique, les prescriptions de placement détaillées restreignent très fortement l'application de la *prudent investor rule*, de sorte que l'objectif du législateur n'a été que partiellement atteint à cet égard.

8.1 Cadre de la gestion des avoirs d'institutions de prévoyance aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne

Au cours des dernières décennies, tant les Etats-Unis que la Grande-Bretagne ont modifié leur législation sur la gestion des avoirs d'institutions de prévoyance, afin de l'adapter au nouveau contexte. A cet effet, ces pays ont abrogé certaines prescriptions et restrictions de placement spécifiques pour les remplacer par des règles de conduite (*prudent investor rule*). Ces dernières s'appliquent aux responsables des institutions de prévoyance ainsi qu'aux éventuels gérants de fortune externe mandatés par leurs soins.

Ainsi, aux Etats-Unis, les responsabilités fiduciaires des organes d'institutions de prévoyance sont régies par l'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA). A titre complémentaire, la gestion des placements est soumise au *Uniform Prudent Investor Act* (UPIA). En Grande-Bretagne, les institutions de prévoyance sont régies par la loi sur les caisses de pension (*Pension Fund Law*) ainsi que par la législation applicable aux fondations (*Trust Law*). Par le biais de directives, les organes se voient prescrire des règles de conduite à appliquer dans l'exercice de leurs responsabilités et l'exécution de leurs tâches.

Le principe de la *prudent investor rule* est que toute personne responsable des placements doit gérer les actifs de l'institution de prévoyance comme s'il s'agissait des siens propres. Dès lors, les prescriptions réglementaires mettent davantage l'accent sur la qualité des structures organisationnelles et opérationnelles de l'institution de prévoyance que sur le produit lui-même. S'agissant de la réglementation des fonds suisses, les efforts de la FINMA vont également dans ce sens.

8.2 Eléments constitutifs de la *prudent investor rule*

La *prudent investor rule* repose sur les éléments suivants (définis sur la base du *Uniform Prudent Investor Act* élaboré en 1994 par la *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws for the United States of America* et la *Trustee Guidance*):

Obligations de diligence

La fortune de l'institution de prévoyance doit être investie avec soin. Les investissements doivent s'effectuer au regard de la situation économique de l'institution. Les décisions de placement doivent être mises en œuvre avec diligence, professionnalisme et prudence.

Stratégie de placement

Les investissements ne doivent pas être effectués isolément, mais en tenant compte du portefeuille global. En outre, il convient d'adopter une stratégie de placement qui découle de la gestion actif-passif de l'institution de prévoyance.

Prescriptions en matière de risque et de rendement

La fortune doit être gérée selon les principes de la théorie moderne du portefeuille. Il convient d'élaborer, en matière de risque et de rendement, des prescriptions cohérentes par rapport à la stratégie de placement. Les restrictions de placement doivent être définies en fonction de l'objectif de placement. La performance de l'activité de placement est mesurée et surveillée en permanence, les écarts par rapport aux prescriptions font l'objet de vérifications et, au besoin, le(s) supérieur(s) hiérarchique(s) en est/sont informé(s). Il est régulièrement rendu compte des activités de placement.

Diversification des portefeuilles

Afin de réduire le risque de placement, il convient de diversifier les portefeuilles de manière appropriée. Les modalités de la diversification dépendent de la stratégie de placement, des éventuelles restrictions de placement ainsi que des prescriptions en matière de risque et de rendement. Les normes ne prévoient pas de critères quantitatifs, mais seulement des indications concernant la diversification ainsi que des exigences qualitatives à cet égard.

Responsabilités

L'organe suprême de l'institution de prévoyance est responsable de la gestion de la fortune. Il lui appartient tout autant d'effectuer des placements ciblés et soigneux, conformes à la stratégie de placement et aux prescriptions en matière de risque et de rendement, que d'assurer une surveillance appropriée des placements et des activités. L'organe suprême répond de tout comportement fautif dans l'exercice de ses responsabilités.

Loyauté

L'organe suprême de l'institution de prévoyance veille à ce que la fortune soit gérée dans l'intérêt de l'institution elle-même et de ses ayants droit économiques (destinataires de prestations, assurés, bénéficiaires de rente). L'intérêt des ayants droit économiques doit primer sur les intérêts personnels et les intérêts de tiers. Les opérations pour compte propre des organes, de leurs proches ou de tiers qui exercent des activités pour l'institution ne doivent pas conduire à des conflits d'intérêts avec les activités de placement ou les placements de l'institution (p. ex. *front running*, *insider trading*). Les décisions de placement doivent être exécutées à des conditions conformes au marché.

Préservation des intérêts

La fortune de l'institution de prévoyance doit être gérée de telle sorte que les intérêts de tous les ayants droit économiques soient préservés de la même manière. Il est interdit de faire prévaloir les intérêts d'un ayant droit économique particulier ou d'un groupe d'ayants droit économiques sur ceux des autres.

Coûts des investissements

Les coûts inhérents à la gestion de la fortune de l'institution de prévoyance ainsi qu'aux différents placements doivent être conformes au marché. Les organes suprêmes sont tenus de maintenir à un niveau minimal les coûts imputés aux ayants droit économiques. Le fait que les coûts générés par la gestion de fortune et imputés aux ayants droit économiques soient trop élevés est assimilé à une gestion déloyale.

Contrôle et surveillance du respect des obligations

Le respect des règles de conduite et de la stratégie de placement ainsi que des prescriptions en matière de risque et de rendement doit faire l'objet d'une surveillance appropriée.

Délégation de tâches à des tiers

La gestion de fortune peut être déléguée à des tiers, de même que d'autres tâches. Le choix et la surveillance du prestataire doivent s'effectuer avec diligence, professionnalisme et prudence. L'organe suprême demeure responsable des tâches externalisées envers les ayants droit économiques.



Les éléments de la *prudent investor rule* figurent aussi dans l'OPP 2. La législation suisse ne prévoit toutefois pas de règles de conduite explicites ni exhaustives et laisse une certaine marge d'interprétation. Mais elle va plus loin que les législations américaine et britannique en raison de l'exigence de diligence, de professionnalisme et de prudence qu'elle impose en matière de gestion, associée aux prescriptions concernant les placements autorisés et aux restrictions de placement. Par ailleurs, il existe le risque que les organes suprêmes ne puissent pas fournir pleinement la garantie d'une activité irréprochable car les limitations ou les restrictions ne le permettent pas. Il peut arriver par exemple qu'une stratégie de placement ciblée et soigneusement définie en fonction de la gestion actif-passif de l'institution de prévoyance soit impossible à mettre en œuvre.

8.3 Modernisation des exigences imposées aux institutions de prévoyance en matière de gestion de fortune

Afin que les organes suprêmes soient en mesure d'assumer leur responsabilité et d'investir les avoirs des ayants droits économiques de manière ciblée, avec la diligence requise et en appliquant des théories modernes du portefeuille, il faut une législation qui réglemente les institutions de prévoyance et leurs organes et non les portefeuilles, les placements, les véhicules ou les produits. Pour les institutions disposant de compétences réduites, il peut en revanche être judicieux de prévoir des exigences standardisées en matière de structuration des portefeuilles et, à cet effet, de fixer des restrictions de placement. Une telle approche existe déjà dans la législation bancaire qui, pour la détermination des risques par exemple, permet d'utiliser des méthodes standardisées ou des modèles de calcul.

Dès lors, il y aurait lieu de remplacer les prescriptions et les restrictions de placement par des exigences claires concernant les organes suprêmes des institutions de prévoyance et leur organisation. Cela suppose que les institutions créent des structures et développent des compétences techniques offrant la garantie d'une gestion irréprochable. En Suisse, cette approche est d'ores et déjà mise en œuvre avec succès pour les banques, les directions de fonds et les gérants de fortune. Elle permettrait d'impliquer davantage les organes des institutions de prévoyance en termes de responsabilité, dans la mesure où il ne serait plus possible d'invoquer les prescriptions légales de placement ni les restrictions pour expliquer que les objectifs n'ont pas été atteints ou que les consignes n'ont pas été respectées.

Les exigences organisationnelles doivent être définies de telle sorte qu'une répartition appropriée des tâches au sein de l'institution de prévoyance permette de minimiser le risque opérationnel. Dans la mesure du possible, il convient de séparer clairement les personnes qui définissent la stratégie de placement, celles qui investissent les fonds des ayants droit économiques et celles qui surveillent les activités de placement et le respect des prescriptions de placement. Les conflits d'intérêt doivent être évités ou, à défaut, minimisés et divulgués en interne et en externe. Les délégations à des tiers doivent être données conformément à la pratique courante (p. ex. comme dans les directions de fonds) et le prestataire doit être tenu contractuellement de respecter les mêmes règles de conduite que celles qui s'imposent au délégant. Pour que les institutions de prévoyance suisses continuent d'opérer avec succès à l'avenir et génèrent durablement des plus-values pour les ayants droit économiques, une réglementation adaptée au contexte actuel et une surveillance moderne sont indispensables.

L'OPP 2 a déjà ancré à son niveau les principes de base applicables aux institutions de prévoyance en matière de règles de conduite. Cela ouvre la possibilité d'une surveillance qui porterait davantage sur les institutions, leurs organes et leur organisation que sur le respect des prescriptions légales de placement. Le principe d'une surveillance spécifique, tel qu'appliqué par la FINMA aux directions de fonds, pourrait être étendu aux institutions de prévoyance et aux fondations de placement.

9 Comparaison avec les pays étrangers: la Suisse est à la traîne

S'agissant de la performance des systèmes de prévoyance professionnelle, toute comparaison internationale est à appréhender avec prudence. Néanmoins, on ne peut que constater que la Suisse est à la traîne par rapport à d'autres pays dotés d'un deuxième pilier comparable. Une analyse détaillée fait apparaître les fortes disparités réglementaires qui prévalent à l'échelon international. Leur impact sur la performance n'est pas facile à déterminer, mais on peut identifier divers facteurs qui influent sur les rendements effectifs. En font partie notamment les prescriptions de placement ainsi que la quote-part de placements non traditionnels, hors immobilier.

Si l'on examine la performance de placement des caisses de pension dans divers pays de l'OCDE sur les cinq ou dix dernières années, on observe que la Suisse se positionne en milieu voire en bas de classement, que ce soit en chiffres nominaux ou corrigés de l'inflation (graphique 9.1). Sur les cinq dernières années, elle s'est classée modestement seizième sur vingt-six pays en chiffres nominaux, mais néanmoins dixième en chiffres réels. Sur les dix dernières années, le résultat a été comparable.

Les rendements déclarés sont-ils disponibles sous une forme homogène qui permette des comparaisons parlantes? D'une manière générale, comment mesurer la performance des caisses de pension? Bien des ouvrages se sont déjà penchés sur ces questions. Des différences au niveau du reporting, des dispositions réglementaires, des périodes temporelles et des systèmes de caisse de pension rendent les comparaisons difficiles. Ainsi par exemple, selon l'âge de la retraite, la durée d'épargne peut être plus ou moins longue, ce qui influe fortement sur la performance. De plus, des restrictions réglementaires, comme une garantie de rendement minimum, peuvent faire obstacle à une allocation équilibrée et optimale des actifs. Enfin, les méthodes de calcul du rendement varient, de même que la prise en compte des commissions de gestion, et l'on ne saurait sous-estimer ces paramètres.

Il demeure qu'en première approche, les rendements déclarés permettent de tirer des enseignements importants.

Graphique 9.1

Comparaison de la performance à cinq et dix ans, nominale et réelle dans la monnaie locale en %

Pays	Moyenne sur 5 ans		Moyenne sur 10 ans	
	Nominale	Réelle	Nominale	Réelle
GB	11,8	8,4	9,5	6,5
Pays-Bas	9,8	7,8	6,6	4,8
Danemark	8,9	7,1	7,3	5,4
Australie	8,8	6,0	6,6	3,7
Canada	8,7	6,9	6,5	4,7
Nouvelle-Zélande	8,6	6,3	5,9	3,3
Mexique	8,2	4,1	7,2	2,9
Islande	8,0	4,5	7,6	1,7
Chili	7,1	3,7	7,1	3,5
Belgique	6,9	5,0	6,0	4,0
Norvège	6,6	4,9	6,2	4,2
Israël	6,5	4,8	6,3	4,1
Etats-Unis	5,7	3,9	2,6	0,5
Luxembourg	4,7	2,8	*	*
Autriche	4,6	2,4	3,4	1,4
Suisse	4,6	4,8	3,6	3,3
Espagne	4,4	2,9	*	*
Allemagne	4,3	2,9	4,2	2,6
Slovénie	4,2	2,7	*	*
Corée	4,2	2,1	3,8	1,2
Italie	4,0	2,4	3,8	2,0
Estonie	3,6	0,9	1,9	-1,7
Portugal	2,9	1,3	3,9	2,3
Japon	2,5	1,8	0,6	0,3
République tchèque	2,3	0,6	2,5	0,3
République slovaque	2,1	0,3	*	*

*non disponible

Source: OECD Global Pension Statistics; données: décembre 2005 (2010)–décembre 2014

Pour cette analyse, la présente étude se limite aux pays dont le volume d'avoirs de prévoyance, mesuré en pour-cent du PIB, est comparable à celui de la Suisse. Selon les statistiques de l'OCDE pour l'année 2014, la fortune des caisses de pension représentait 120 % du PIB.²⁴ Les pays comparables sont les Pays-Bas (159 %), l'Australie (110 %), la Grande-Bretagne (96 %), les Etats-Unis (83 %) et le Canada (76 %). Des pays comme le Danemark (48 %), la Nouvelle-Zélande (20 %), la Norvège (8,8 %) et la Belgique (5,7 %) ne sont pas pris en compte en raison de la taille relativement réduite de leurs avoirs de prévoyance.

Sur cette base de comparaison, il apparaît qu'en chiffres nominaux, sur les cinq dernières années, chacun des pays mentionnés a surclassé la Suisse. Les caisses de pension britanniques ont même affiché un rendement annuel supérieur de 156 % à celui de leurs homologues suisses. Tous les pays du groupe précité, à l'exception des Etats-Unis, ont également fait mieux que la Suisse en chiffres réels. Il en va de même sur un horizon temporel de dix ans.

Pour expliquer de tels écarts de performance, trois éléments sont essentiels: premièrement, le niveau de développement des marchés nationaux concernés (actions, obligations, immobilier); deuxièmement, l'allocation des actifs; troisièmement, les prescriptions réglementaires et l'orientation des différents systèmes de caisses de pension, qui conditionnent en partie l'allocation des actifs.²⁵

9.1 Contexte réglementaire et performance

Les restrictions de placement peuvent soit suivre la *prudent investor rule*, soit se baser sur des règles quantitatives en matière de structuration de portefeuille, soit combiner les deux. Dans le cadre de l'approche quantitative, le choix des catégories de placement et de leur pondération dans l'allocation des actifs peut faire l'objet de limitations.

Les caisses de pension des pays anglo-saxons suivent en général la *prudent investor rule*, tandis que les pays d'Amérique latine, d'Europe centrale et d'Europe de l'Est tendent à privilégier le mécanisme réglementaire de l'approche quantitative.²⁶ Outre

24 Source: OECD Global Pension Statistics

25 Toute comparaison des rendements indépendamment des risques pris est à éviter. A cet égard toutefois, on ne dispose pas de données internationales comparables.

26 Banque mondiale, 2010, «Evaluating the Financial Performance of Pension Funds», p. 29 ss



des limitations en ce qui concerne les instruments et les quotes-parts maximales, ces pays définissent souvent des garanties de rendement minimum. Des auteurs ont établi un lien entre le niveau de développement des marchés des capitaux et les règles applicables en matière de placements. Ainsi, dans les pays disposant de marchés des capitaux bien développés, les caisses de pension ont tendance à bénéficier d'un cadre réglementaire assez souple (*prudent investor rule*). Dans les pays où l'épargne-retraite revêt un caractère obligatoire et accroît donc la responsabilité de l'Etat ou des entreprises, comme dans le cas des pensions professionnelles, le cadre réglementaire tend à être plus strict. Il en va de même des caisses de pension dotées de plans à cotisations définies (primauté des cotisations), où les revenus de retraite dépendent fortement de la performance.

Graphique 9.2

Restrictions de placement

	Actions	Immobilier	Obligations	Retail Investment Funds	Private Investment funds	Hypothèques/prêts	Cash	Place-ments alternatifs	Commentaires	Investissements à l'étranger	Exposition aux monnaies étrangères	Exposition aux dérivés
Suisse	50 % (Total Exposure, y c. investissements indirects)	30 % (Total Exposure)	100 % (créance libellée en un montant fixe) ¹	Sans objet (limite des catégories de placement à prendre en compte)	Sans objet (limite des catégories de placement à prendre en compte)	50 % (max. 80 % de la valeur de marché du bien)	100 %	15 %	Limites de concentration individuelles; nouvelles prescriptions de placement depuis 2009	10 % pour les biens immobiliers	30 %	Inconnue
Australie	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	Octroi de crédits aux employés interdit; diversification requise; aucune modification depuis 2002	Pas de limite	Inconnue	Inconnue
Canada	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	Limites de concentration individuelles (10 %)	Pas de limite (limite de 30 % abrogée en 2005)	100 %	Inconnue
Pays-Bas	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	Max. 5 % en actions de l'employeur; diversification requise	Pas de limite	Inconnue	Inconnue
GB	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	Octroi de crédit aux employés interdit; diversification et adéquation requises	Pas de limite	Inconnue	Inconnue
Etats-Unis	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	Octroi de crédit aux employés interdit; «employer-related investments» limités; diversification et adéquation requises	Pas de limite	Inconnue	Inconnue

Nota: sauf indication contraire, les limites figurant dans le graphique ne concernent que les investissements directs.

Source: «Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds, OCDE 2014»

Le graphique 9.2 compare les prescriptions de placement des pays du groupe de référence. On voit ainsi que seule la Suisse fixe des limites maximales par catégorie de placement. Il convient toutefois de noter que ses prescriptions de placement ne sont pas impératives, dans la mesure où les caisses de pension peuvent dépasser les limites maximales sous réserve de s'en justifier. Les principes de sécurité et de diversification des risques continuent néanmoins de s'imposer et le dépassement doit être indiqué dans le rapport annuel.

Les cinq autres pays ne limitent pas les investissements, qu'il s'agisse de catégories de placement traditionnelles ou non traditionnelles. Tous les pays en revanche, à l'exception du Canada, exigent une diversification suffisante par catégorie de placement. Le Canada et la Suisse prévoient des limites de concentration pour certaines contreparties et, en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, les crédits employeur sont interdits pour éviter d'éventuels conflits d'intérêts.

De même, seule la Suisse limite les investissements à l'étranger (*foreign assets*). S'agissant des placements immobiliers, ils sont limités à 30 % de la fortune globale, dont un tiers au maximum à l'étranger. Le Canada avait également fixé une telle limite, mais l'a abrogée en 2005. S'agissant des placements en devises étrangères, là encore, la Suisse fait cavalier seul en les limitant à 30 % de la fortune globale. En outre, aucun des pays considérés ne fixe de seuils inférieurs (limites minimales). Enfin, l'exigence d'atteindre un rendement donné fait elle aussi de la Suisse une exception. Selon une étude réalisée en 2008, les caisses de pension n'ont pas à fournir de garantie de rendement minimum aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, aux Pays-Bas, en Australie et au Canada.²⁷

Il n'y a pas de réponse tranchée à la question de savoir s'il existe un lien entre les exigences réglementaires et la performance. A l'exception des Etats-Unis, tous les pays du groupe de référence dont la réglementation ne prévoit pas de restrictions de placement ont réalisé une meilleure performance que la Suisse. De même, des pays extérieurs au groupe de référence et affichant des rendements relativement élevés, comme le Danemark, imposent peu voire pas de restrictions de placement. On peut donc supposer qu'il existe un certain lien entre la liberté en matière de comportement de placement et la performance.

27 Tapia, Waldo. 2008. «Comparing Aggregate Investment Returns in Privately Managed Pension Funds.» OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, n° 21

9.2 Allocation des actifs et performance

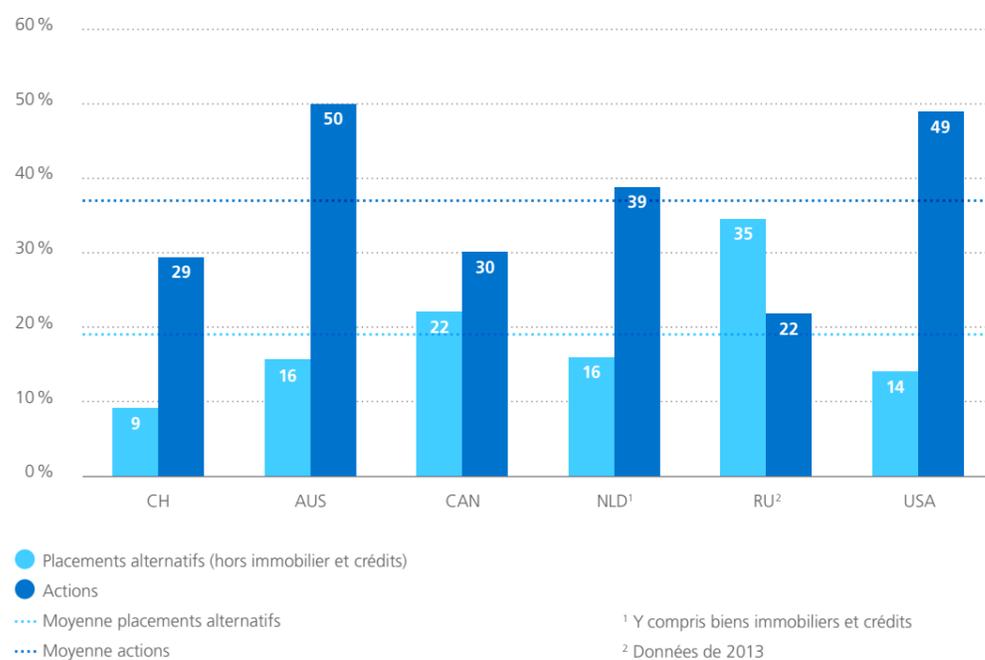
La composition et la pondération de l'allocation des actifs déterminent pour l'essentiel la performance du portefeuille. Comme les restrictions réglementaires ne suffisent pas à expliquer les différences dans l'allocation des actifs, c'est manifestement grâce aux décisions de placement que la stratégie de placement a porté ses fruits aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, aux Pays-Bas, en Australie et au Canada. Dans le cas de la Suisse, cet effet ne peut pas être isolé, car on ignore dans quelle mesure l'allocation des actifs a été influencée par les restrictions de placement.

Dans une étude publiée en 2015, l'OCDE a analysé l'évolution de l'allocation des actifs dans certains pays entre 2004 et 2014 ainsi que l'influence des mesures réglementaires sur cette évolution.²⁸

Graphique 9.3

Allocations absolues en 2014

Quote-part de l'allocation totale en pour cent



Source: OECD Global Pension Statistics

28 OCDE, «Pension Markets in Focus», 2015

Le graphique 9.3 présente l'allocation des actifs pour les catégories de placement Actions et Placements alternatifs en 2014. Pour ces deux catégories, la Suisse affiche une quote-part inférieure à la moyenne. Mais là encore, on ne distingue pas clairement un lien entre la quote-part de certaines catégories de placement et la performance. On observe toutefois un certain nombre de tendances. Ainsi, le graphique 9.3 montre que les pays ayant une quote-part de placements alternatifs relativement élevée ont tendance à afficher des rendements élevés (voir graphique 9.1). Pour une juste appréciation des faits, signalons que selon la définition de l'OCDE, la catégorie des placements alternatifs comprend principalement les crédits, les terrains et immeubles, les fonds communs, les contrats d'assurance, les fonds spéculatifs, le *private equity* et les produits structurés. A des fins de comparabilité, le graphique 9.3 présente la quote-part des placements alternatifs hors biens immobiliers et crédits, lesquels ne comptent généralement pas parmi les placements alternatifs en Suisse. On peut aussi se demander si la catégorie des fonds communs fait partie de celle des placements alternatifs. A défaut d'une définition plus précise, nous renonçons ici à la scinder.

La Grande-Bretagne en particulier, qui a enregistré les meilleurs rendements nominaux et réels sur les cinq et dix dernières années, affichait à fin 2014 la quote-part de placements alternatifs la plus importante du groupe de référence, à 35 %. Entre 2004 et 2014, c'est elle qui a procédé aux restructurations les plus importantes en direction des placements alternatifs (près de 13 %) et en grande partie au détriment des actions. Des pays comme le Canada et l'Australie, dont la quote-part de placements alternatifs est relativement élevée, ont eux aussi surperformé par rapport à la moyenne. Quant aux Etats-Unis et à la Suisse, ils ferment la marche, tant en termes de rendements qu'en termes de quote-part de placements alternatifs. La Suisse est toutefois la seule à restreindre les placements alternatifs dans sa réglementation.

La composition de la quote-part de placements alternatifs joue un rôle important, ce qui s'explique notamment par l'hétérogénéité de cette catégorie de placement. De nombreux investissements sont regroupés dans la catégorie «Autres investissements», de sorte qu'il est très difficile d'établir un lien entre catégorie de placement et performance.

Les quotes-parts d'actions, quant à elles, ont eu un effet mitigé sur la performance. Les Etats-Unis ont ainsi réalisé une performance nettement inférieure à celle de l'Australie, alors que la quote-part d'actions s'établissait dans les deux pays à près de 50 % contre un relativement modeste 29 % pour la Suisse. Même si l'on recule davantage dans le temps, on observe que le classement des pays selon leur quote-part d'actions n'a pas beaucoup évolué. Cela amène à s'interroger quant à l'impact de l'évolution des marchés financiers nationaux sur la performance des caisses de pension.

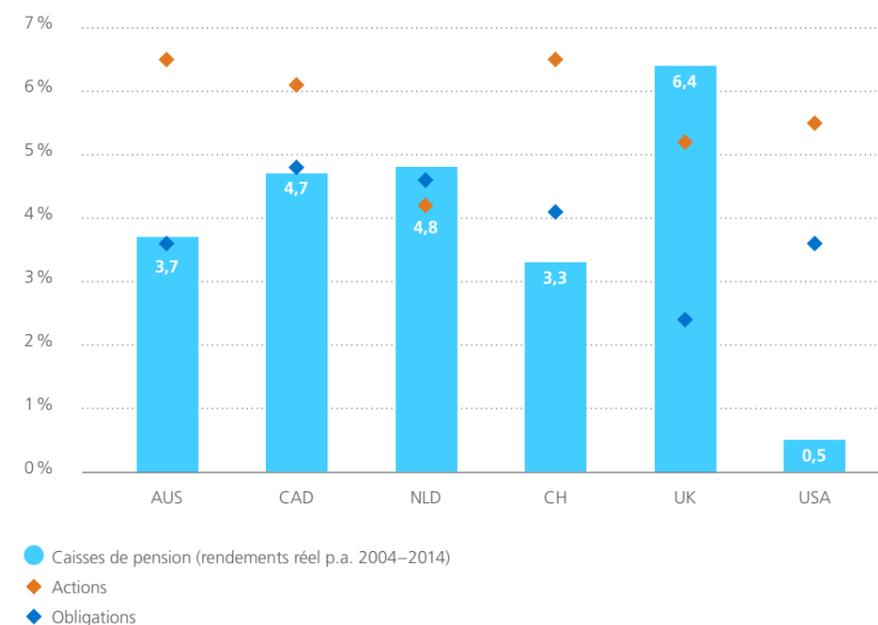
9.3 Evolution des marchés financiers et performance

Le graphique 9.4 illustre les rendements réels des caisses de pension sur dix ans dans les pays du groupe de référence et les compare à ceux des marchés d'actions et d'obligations dans ces mêmes pays. Là encore, quelques tendances se font jour. En Australie, au Canada, aux Pays-Bas et en Grande-Bretagne, la bonne performance des marchés d'actions a influé favorablement sur la performance des caisses de pension. La Suisse et les Etats-Unis, à nouveau, font exception. En Suisse, malgré de bons rendements sur le front des actions et des obligations, le rendement global est inférieur à celui des autres pays. Cette situation est encore plus patente aux Etats-Unis, qui font office de lanterne rouge au sein du groupe de référence. Malgré une quote-part d'actions élevée dégagant une performance supérieure à la moyenne, les caisses de pension y sont à la traîne. La cause de cette faible performance des caisses de pension réside sans doute dans d'autres catégories de placement.

Le niveau de rendement britannique ne s'explique pas seulement pas la quote-part d'actions (environ 25 %) et d'obligations (environ 35 %) dans l'allocation des actifs. Bien au contraire, ce sont vraisemblablement des placements alternatifs dégagant un fort excédent de rendement (biens immobiliers, *hedge funds*, *private equity*, *insurance linked securities*) qui sont à l'origine de cette performance.

Graphique 9.4

Comparaison des rendements réels à dix ans des caisses de pension et des marchés financiers



Source: Groupe de travail «Prévoyance professionnelle» de l'ASB, 2016

En raison de l'insuffisance des données disponibles, il est difficile d'effectuer des analyses comparatives entre, d'une part, les différents marchés de placements alternatifs et, d'autre part, les allocations correspondantes en placements alternatifs. Mais les développements qui précèdent montrent que la composition relative de la quote-part de placements alternatifs dans les portefeuilles a certainement un impact important sur la performance des marchés nationaux de caisses de pension.

10 Synthèse et recommandations pratiques

1. La rentabilité de la gestion de fortune, troisième cotisant en matière de prévoyance professionnelle, joue un rôle majeur en ce qui concerne la garantie des prestations.

- La contribution financière de la gestion de fortune, qui complète les cotisations des employés et des employeurs, a atteint près de 40 % sur les dix dernières années. Dès lors, il est important de faire en sorte que la gestion de fortune soit à la fois efficiente et performante.
- Atteindre une rentabilité des placements conforme au risque est un des facteurs qui relèvent largement de la compétence des caisses de pension. Selon les auteurs de cette étude, il convient de leur apporter un soutien durable dans cette activité.

2. A terme, si elles s'en tiennent aux placements traditionnels, les caisses de pension auront du mal à atteindre les rendements cibles souhaités.

- Le contexte économique a changé avec, notamment, une croissance de la productivité en stagnation et un fort endettement. Cela pèse sur les perspectives de rendement.
- Les marchés financiers et des capitaux se présentent eux aussi sous un jour radicalement différent, marqués par une politique de taux bas et par le rôle prédominant des banques centrales en matière de politique économique. Jusqu'ici, pour la plupart, les caisses de pension n'ont guère réagi à ces nouveaux défis. Leurs portefeuilles ont peu évolué depuis les années 1980.
- En termes de rendement, maintenir la contribution du marché financier au niveau qui était le sien jusqu'ici devient difficile. Les caisses de pension doivent donc accepter de se tourner vers de nouvelles sources de rendement (nouvelles catégories de placement, nouvelles formes de placement) et de se lancer ainsi en terrain inconnu.

3. La stratégie de placement détermine largement le résultat de la gestion de fortune.

- Actuellement, les portefeuilles de caisses de pension sont en majorité peu performants. En d'autres termes, ils pourraient dégager un rendement supérieur à risque égal ou, inversement, les rendements obtenus devraient l'être à moindre risque.
- Afin d'exploiter pleinement le potentiel de rendement, il convient de mieux prendre en compte le rôle majeur que joue la stratégie de placement dans le résultat de l'activité de placement, et donc l'importance que revêt la définition du profil rendement/risque des caisses de pension.
- Ces dernières disposent par nature d'un horizon de placement long qui, malgré les restrictions liées à la gestion actif-passif, n'est pas limité par des exigences de liquidité démesurées. Cela doit être mis à profit dans l'activité de placement.
- Plus que les contraintes qu'imposent les engagements en termes d'horizon de placement, ce sont aujourd'hui les exigences liées au taux de couverture ainsi que les délais impartis pour résorber les découverts qui apparaissent déterminants. Ces facteurs relèvent de prescriptions politiques et les institutions de prévoyance n'ont pas d'influence sur ces derniers. L'analyse montre qu'une extension de la période d'assainissement donnerait aux caisses de pension une marge de manœuvre nettement plus grande pour exploiter les opportunités de placement.

4. L'importance des placements non traditionnels est sous-estimée.

- Dans le cadre de l'optimisation des portefeuilles, il est essentiel de recourir davantage à des catégories de placement autres que les catégories traditionnelles pour augmenter le rendement corrigé du risque (ratio de Sharpe), notamment au vu des perspectives qu'offrent les marchés des capitaux.
- Mais actuellement, nombreux sont les obstacles à cet égard: scepticisme généralisé envers les placements non traditionnels surtout, mais aussi manque de transparence, coûts prétendument élevés, absence de volonté de se pencher sur la question.
- La prise en compte du but économique pourrait ouvrir de nouvelles perspectives en ce qui concerne le recours aux placements non traditionnels. Cette approche repose sur le financement des entreprises tout au long de leur cycle de vie: si par exemple le capital propre au début et vers la fin d'un cycle de vie est souvent d'origine privée, un financement au moyen d'actions cotées intervient surtout entre ces deux phases. Le but consistant à mettre à disposition des fonds propres pour une entreprise reste toutefois le même indépendamment du moment.

5. La mise en œuvre d'une stratégie de placement optimale nécessite d'adapter les prescriptions de placement de l'OPP 2.

- La mise en œuvre des recommandations formulées dans cette étude en vue d'une optimisation suppose que dans un premier temps, les institutions de prévoyance mettent mieux à profit les prescriptions de placement existantes.
- En outre, il y a lieu d'envisager sérieusement une adaptation de ces prescriptions, dans la mesure où elles sont fondamentalement incompatibles avec la stratégie des caisses de pension qui cherchent à allonger leur horizon de placement au moyen de placements non traditionnels. Les articles de l'OPP 2 concernant les limites par catégorie, qui influent sur la stratégie, sont les premiers concernés.

6. Une responsabilité accrue grâce à la *prudent investor rule*, c'est davantage de marge de manœuvre, mais aussi de nouvelles exigences.

- Les prescriptions en vigueur de l'OPP 2 permettent de dépasser les limites sous réserve de s'en justifier. Cette marge de manœuvre n'est pourtant que rarement exploitée en pratique.
- Indéniablement, le système existant offre aux organes responsables une apparente sécurité, qu'ils rechignent à abandonner.
- La responsabilité envers les bénéficiaires de prestations ne concerne pas seulement les aspects de risque, mais aussi les opportunités.
- Pour pouvoir saisir ces opportunités, il faut renoncer au système actuel, avec ses catégories et ses limites, et le remplacer par un système qui définit des responsabilités sur le modèle de la *prudent investor rule*.
- Un tel système a notamment pour conséquence d'accroître les exigences qui pèsent sur les conseils de fondation, les directions et les responsables des placements. L'expérience pratique et les connaissances théoriques, et donc la formation initiale et continue, sont appelées à gagner encore en importance.

7. Un bref examen de la situation à l'étranger conforte les conclusions de cette étude ainsi que les recommandations pratiques qu'elle formule.

- Le marché suisse de la prévoyance professionnelle se situe dans la moyenne inférieure en termes de rentabilité.
- En observant les allocations des actifs, on constate que les caisses de pension suisses détiennent beaucoup d'obligations, mais relativement peu d'actions en comparaison avec des pays similaires.
- S'agissant des placements non traditionnels, les caisses de pension suisses font clairement la course en tête dans le domaine des placements immobiliers, mais sont en queue de peloton pour les autres placements non traditionnels.
- La Suisse est un des rares pays qui imposent encore des restrictions en matière de placements non traditionnels.
- En tendance tout au moins, et en gardant à l'esprit les limites des comparaisons, l'inconvénient du modèle suisse de placement par rapport à celui d'autres pays est établi.

•SwissBanking

Schweizerische Bankiervereinigung
Association suisse des banquiers
Associazione Svizzera dei Banchieri
Swiss Bankers Association

Aeschenplatz 7
Postfach 4182
CH-4002 Basel

+41 61 295 93 93
office@sba.ch
www.swissbanking.org