

# Le pilotage des risques au cœur des enjeux de la prévoyance

Les attentes de rendement en baisse, les besoins de financement en hausse: comment les caisses de pension affrontent cette équation avec sérénité?



OLIVIER CHRISTE, Responsable de la clientèle institutionnelle Banque Bonhôte  
PHILIPPE MALAÏSE, Chairman, Koris International

**D**ans un contexte de taux négatifs et de fin annoncée du cycle de baisse des taux, les institutions de prévoyance font désormais face à un moment de vérité complexe: comment assurer un rendement couvrant les prestations sans prise de risque excessive mettant en péril la pérennité d'un instrument essentiel à l'intégrité du système de prévoyance?

Pour répondre à ce défi, les institutions de prévoyance font appel aux professionnels de la gestion d'actifs afin d'essayer de trouver des solutions pérennes assurant un rendement attractif sur le court terme, une maîtrise des risques sur le moyen terme.

La gestion d'actifs contemporaine va essayer de ré-

pondre de plusieurs manières. Toutes ont montré leurs limites. La gestion active/semi-active peine le plus souvent à démontrer sa robustesse dans le temps. Si certains gérants parviennent à battre un indice par une meilleure sélection de titres, cette surperformance est le plus souvent le produit d'une exposition à un facteur de risque pas toujours souhaité et, s'il est trivial d'identifier les bons gérants du passé, détecter les talents de demain reste bien plus hasardeux.

La gestion modélisée, fruit des avancées mathématiques des trente dernières années, a tenté de répondre aux faiblesses de la gestion discrétionnaire en promettant l'élimination des biais naturels imputables aux interventions humaines dans la chaîne de décision. Un premier pan de la gestion quantitative vise à mettre en œuvre, sous forme de règles de gestion ou d'analyses statistiques, un processus de gestion systématique cherchant à détecter les variations de rendements espérés afin de positionner le portefeuille de la manière la plus optimale. Séduisante, cette approche souffre des mêmes défauts et n'a pas convaincu dans sa capacité à fournir des performances robustes. Ajoutons à cela les dérives d'un usage trop intensif des statistiques donnant un (faux) sentiment de maîtrise sans parler des modèles structurellement impropres, car optimisés 'in-sample', ou dont la robustesse n'a jamais été validée.

Un second pan, issu de travaux académiques rigoureux, porte sur une meilleure gestion des risques. On peut relever en particulier les avancées majeures sur des concepts de diversification qui permettent désormais une parfaite maîtrise du risque spécifique. Mais il est essentiel de ne pas oublier que si la diversification est une nécessité absolue pour contenir le risque idiosyncratique, elle ne rend en rien possible la maîtrise du risque de perte.

A ce stade, il est important de clarifier ce que l'on entend

**SI LA DIVERSIFICATION EST UNE NÉCESSITÉ POUR CONTENIR LE RISQUE IDIOSYCRATIQUE, ELLE NE REND EN RIEN POSSIBLE LA MAÎTRISE DU RISQUE DE PERTE.**

par risque. L'industrie de la gestion d'actifs s'est distinguée par l'utilisation de la volatilité comme mesure universelle du risque de l'investissement. Si la volatilité est une mesure essentielle, elle n'en reste pas moins limitée à la mesure de l'incertitude. Or c'est précisément cette incertitude que rémunèrent les marchés. S'en prémunir revient le plus souvent à assurer une absence de rendement futur, à l'opposé de l'objectif recherché.

Plus pertinent encore pour l'investisseur, la maîtrise de la perte qui, contrairement à la maîtrise de la volatilité, ne concerne que la partie du risque non souhaitée par l'investisseur. Face à la difficulté de prédire les rendements à court et moyen terme, il paraît donc raisonnable de construire une stratégie d'investissement cherchant à maximiser l'exposition aux actifs économiques assurant, par essence, des rendements positifs à long terme, tout en contrôlant le risque de perte sur un horizon compatible avec les contraintes de reporting et de mesure de solvabilité des institutions. Si cette approche peut sembler au premier abord peu ambitieuse, elle n'en est pas moins complexe à mettre en œuvre. Les techniques connues d'assurance de portefeuille s'y attellent mais échouent généralement pour des raisons pratiques dans leur mise en œuvre.

La technique et l'expertise existent cependant pour mener à bien ce chantier. La gestion asymétrique répond de manière optimale à ce défi en fournissant un cadre transparent, prévisible et maîtrisé. Cette stratégie offre l'assurance de respecter des contraintes de risques définies ex-ante tout en permettant une exposition maximale aux actifs de rendement qui garantira la performance de long terme dont les caisses de pension ont tant besoin. N'est-ce pas là l'objectif que devrait ambitionner toute institution de prévoyance? ■

## Rendement supplémentaire exempt de risque pour les caisses de pension

Face au problème posé par le bas niveau des taux, les caisses de pension peuvent réduire les frais de gestion sans modifier la stratégie de placement.



RETO TARREGGHETTA  
CEO de Novarca AG, Zurich

**C**es dernières années, le bas niveau des taux d'intérêt a dicté la tendance sur les marchés financiers et conduit à d'importantes rotations entre les classes d'actifs, les secteurs et les pays. De nombreux investisseurs obligataires traditionnels se sont tournés vers les actions, seul instrument permettant d'obtenir un revenu régulier attrayant sous la forme de dividendes. Cette situation pose problème aux caisses de pension, car elles ne peuvent pas générer des rendements suffisants dans ce contexte de taux bas.

Contrairement aux investisseurs privés, elles sont en effet limitées en ce qui concerne l'allocation des actifs. Comme elles sont tenues de se conformer aux prescriptions légales, elles ne peuvent pas simplement restructurer leurs portefeuilles au profit de placements plus rentables

– et généralement plus risqués. En Suisse, un tiers des avoirs du 2e pilier est encore investi en emprunts, dont le faible rendement pèse lourdement sur la performance.

En outre, les exigences de fonds propres et de liquidité des banques se sont durcies après la crise financière internationale de 2008/09. Aussi, les banques ne peuvent plus jouer le rôle de teneur de marché, car une grande partie de leurs positions en obligations d'entreprises ne figure plus dans leurs bilans, mais dans les dépôts des investisseurs. La liquidité des marchés du crédit a globalement diminué, ce qui a entraîné une augmentation des frais de transaction. Les risques liés aux émetteurs se sont par ailleurs accrues avec l'abandon de la politique monétaire extrêmement accommodante des banques centrales. Autant de facteurs qui vont continuer de peser sur les rendements obligataires.

Si les frais de transaction sont en principe secondaires pour une caisse de pension qui suit une stratégie à long terme, il est aujourd'hui impératif d'optimiser les frais de gestion des portefeuilles et de chercher des sources de rendement alternatives. Concrètement, cela signifie que les coûts des caisses de pension doivent être scrutés à la loupe.

Avec une part d'environ 80%, les frais de gestion de fortune se taillent la part du lion. Économiser à ce niveau permet de générer un rendement supplémentaire exempt de risque auquel nul ne peut renoncer dans un contexte de taux bas. Deux mesures s'imposent: premièrement, procéder à une analyse globale des coûts par date de référence et pour toutes les

**LA RENÉGOCIATION DES CONDITIONS DE GESTION DE FORTUNE PERMET DE RÉALISER DES ÉCONOMIES DE L'ORDRE DE 5 À 25%.**

classes d'actifs ainsi que tous les prestataires de produits, car une caisse de pension doit savoir exactement quels éléments de coûts sont facturés sur quelles positions; deuxièmement, renégocier les conditions.

Dans la gestion de fortune, il existe plus de 150 éléments de coûts, toutes classes d'actifs confondues. Ces coûts peuvent être répartis entre trois catégories: frais de gestion, frais de transaction et droits de garde, sachant que des coûts explicites et implicites sont facturés pour chacune de ces catégories. Les coûts explicites, ou coûts fixes, sont transparents et définis dans les contrats de gestion des actifs. S'y ajoutent des coûts implicites, cachés ainsi que des inefficiences et des coûts d'opportunité qui ne sont pas totalement transparents. Ces frais cachés et généralement ignorés pèsent souvent lourd dans la balance.

En pratique, la renégociation des conditions de gestion de fortune permet de réaliser des économies de l'ordre de 5 à 25%. Cela représente – par année – des milliers de francs pour les petites caisses de pension et des millions pour les grandes. L'important est que ces coûts puissent être éliminés sans pour autant changer de stratégie de placement ou de gérant de fortune. Modifier la stratégie de placement pour économiser des frais est en effet rarement judicieux. En revanche, analyser les coûts de manière précise et renégocier les conditions est impératif. En effet, aucune caisse de pension ne peut se permettre de renoncer à ce rendement additionnel exempt de risque – en particulier dans un contexte de taux durablement bas. ■