

Sous-couverture: que faire?



Les défis actuels des caisses de pension

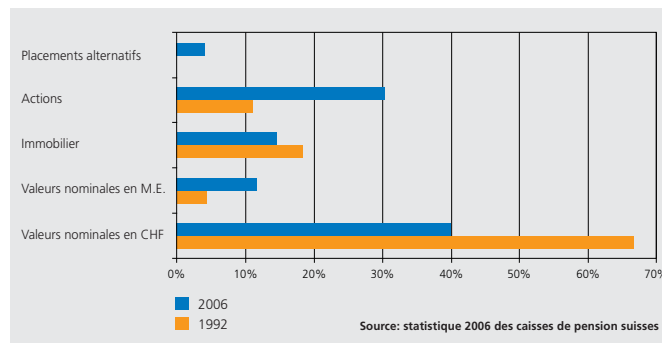
D'après des estimations indépendantes, les caisses de pension suisses ont enregistré l'an dernier des pertes de l'ordre de 70 à 90 milliards de francs. Les spécialistes du secteur pensent que dans près des trois quarts des institutions de prévoyance, la couverture des engagements de retraite par les actifs n'était plus assurée intégralement et que ces caisses se trouvaient en situation de sous-couverture à fin 2008. Cette insuffisance de couverture est d'une part la conséquence directe de la crise financière et montre, d'autre part, que la capacité de risque a trop souvent été surestimée tandis que les risques du marché des capitaux étaient, eux, sous-estimés.

Les risques ont-ils été sous-estimés?

Le graphique «Allocation de fortune des caisses de pension suisses» reflète le transfert des placements à faible risque vers des placements à risque plus élevé et traduit les attentes de rendement auxquelles étaient soumises les institutions de prévoyance durant les longues périodes de taux d'intérêt en baisse ou peu élevés. Mais la condition indispensable, à savoir la capacité de risque, était-elle donnée? La seule prise en considération du degré de couverture ne suffit pas à apprécier la capacité de risque d'une caisse de pension. Des aspects structurels (struc-

ture d'âge des assurés/destinataires des prestations) et la forme de primauté ont également leur importance. De manière générale, concernant les institutions en primauté des cotisations (qui représentent la part prépondérante et croissante des caisses en Suisse), on peut affirmer que plus la proportion des rentiers est importante, plus la capacité de risque est faible et vice-versa. Depuis l'introduction de la LPP, l'âge moyen des assurés des caisses de pension suisses s'est constamment élevé et le nombre des rentiers a augmenté. Alors qu'en 1992, on ne comptait encore que 312 000 bénéficiaires d'une rente de vieillesse, ils étaient déjà plus d'un demi-million en 2006 (soit une hausse de 62%!). En revanche, le nombre des assurés actifs s'est, quant à lui, maintenu à quelque 3,4 millions de personnes. Dans cette optique, la capacité de risque des institutions de prévoyance helvétiques s'est donc réduite.

Allocation de fortune des caisses de pension suisses

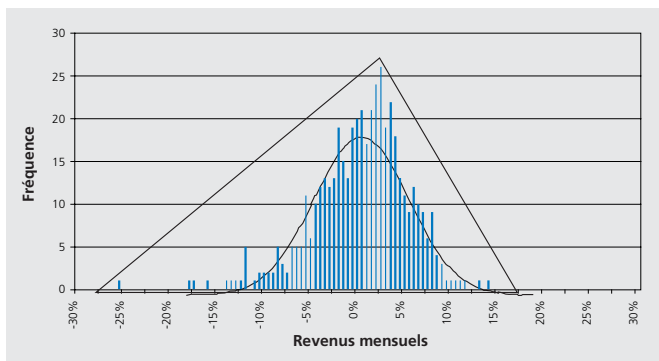


L'une des raisons pour lesquelles les risques du marché des capitaux sont si souvent sous-estimés relève de la répartition des revenus issus de ce marché; les actions en sont un bon exemple. Le graphique «Répartition des rendements mensuels MSCI World» indique que ces revenus ne sont pas, comme on le pense, totalement symétriques et que leur répartition est par conséquent irrégulière. Cette représentation montre qu'en réa-

lité, des pertes interviennent (côté gauche du diagramme) plus souvent sur le marché des capitaux que ne l'admet la théorie en fonction de la répartition normale (courbe en cloche). Côté droit, en revanche, de tels écarts font défaut. En d'autres termes, aux « rares risques importants » potentiels des placements en actions ne répondent pas de « rares opportunités importantes » potentielles du même ordre de grandeur. Sous-estimer les risques tout en surestimant les opportunités de rendement est donc un danger auquel succombent non seulement les théoriciens avec leurs modèles idéaux, mais aussi les praticiens armés de leur sensibilité souvent subjective.

Et comme l'ont montré les développements intervenus ces deux dernières années, une situation qu'on croyait confortable peut vite se muer en une insuffisance de couverture.

Répartition des rendements mensuels MSCI World en CHF



(depuis le 31.12.1969)

Une sous-couverture est-elle admissible ?

Les caisses de pension ont l'obligation de rémunérer leurs obligations de prévoyance (au taux d'intérêt minimum). Ces coûts d'intérêts cumulés sont aussi occasionnés durant les périodes sans revenus en capital, voire à revenus négatifs. Il ne suffit donc pas de compenser les pertes subies, il faudrait encore, en sus, pouvoir engranger le montant des intérêts courus. Le rétablissement de la couverture intégrale est donc surtout affaire de temps. Quant aux coûts d'intérêts en tant que tels, ils dépendent du type et des structures de chaque institution de prévoyance. Une caisse en primauté des cotisations ayant un bon mix de destinataires des prestations avec relativement peu de rentiers aura généralement des coûts d'intérêts moins élevés qu'une autre en primauté des prestations avec des destinataires de prestations à la moyenne d'âge élevée et de nombreux rentiers. Cette dernière disposera en outre d'une moins grande flexibilité si elle doit être assainie. Un autre exemple : une institution de prévoyance professionnelle ayant un taux de couverture de 85% et une rémunération minimale de 4% aura besoin d'un rendement annuel moyen du capital de 7,5% pendant 5 ans uniquement pour compenser l'insuffisance de couverture. Et cela ne permettrait même pas de constituer des réserves de fluctuations de valeur. En comparaison, dans une caisse à structure d'âge plus jeune et à rémunération minimale de 3,0%, il suffirait de réaliser un rendement de 6,4% sur 5 ans pour cela. Si ce rendement nous semble élevé dans l'environnement actuel, il est déjà plus réaliste que dans le premier exemple. Si nous nous basons sur un rendement annuel moyen, réalisable à long terme, de 5,5% (après déduction des frais!), la caisse à rémunération minimale de 4% aura besoin d'environ 12 ans pour com-

bler son déficit de couverture contre un peu plus de la moitié, à savoir 7 ans pour celle à rémunération minimale de 3%. Le temps nécessaire au comblement d'une sous-couverture, même modeste, ne devrait donc pas être sous-estimé.

Des hausses de coûts au mauvais moment

Habituellement, une sous-couverture n'intervient pas dans un contexte économique resplendissant. C'est en quelque sorte un effet collatéral des crises économiques et financières. Toute restructuration peut renforcer une situation de sous-couverture, pour autant qu'elle n'entraîne pas purement et simplement une liquidation partielle. Bien souvent hélas, employeur et employés sont encore priés de mettre la main au porte-monnaie pour compléter les fonds nécessaires à l'assainissement. Il va sans dire qu'une telle hausse des frais salariaux annexes peut renforcer encore les effets d'une crise pour une entreprise. De plus, lorsque les assurés doivent contribuer à l'assainissement, ils perdent une part correspondante de leur pouvoir d'achat qui serait pourtant la bienvenue pour relancer une conjoncture affaiblie. L'assainissement d'institutions de prévoyance, qui semble peu ardu en temps normal, peut ainsi se muer en une tâche presque insurmontable en temps de crise.

Les marchés restent imprévisibles

Souvent, les marchés se rétablissent relativement vite après de fortes chutes. Mais cela n'est pas garanti, de même qu'il est impossible d'en déterminer le moment. Qu'une reprise espérée n'intervienne pas ou qu'une nouvelle baisse succède à la première et une situation de faible sous-couverture peut alors rapidement s'aggraver et ne plus pouvoir être comblée qu'avec des mesures d'assainissement. Autrement dit, si une première correction boursière ne tire pas trop à conséquence, il pourrait en aller tout autrement de la suivante.

Mesures en cas de sous-couverture

Que peut-on entreprendre lorsqu'on est face à une sous-couverture, comme c'est le cas actuellement pour beaucoup de caisses de pension ? Concrètement, une série de mesures s'offre alors :

Au niveau des prestations

- Renonciation à la rémunération minimale
- Rémunération inférieure au taux minimum LPP
- Adaptation des prestations des assurés actifs dans la partie subobligatoire
- Suspension des versements anticipés au titre de l'encouragement à la propriété du logement

Au niveau des cotisations

- Renonciation par l'employeur à la réserve de cotisation
- Contributions d'assainissement de l'employeur et des employés
- Contributions d'assainissement des rentiers (compensation du renchérissement uniquement)

Au niveau des placements

- Vérification et le cas échéant adaptation de la stratégie de placement
- Révision de la structure des coûts

Le conseil de fondation jouit de la plus grande marge de manœuvre pour la fixation de la rémunération du capital de vieillesse dans le domaine subobligatoire. En revanche, une rémunération même légèrement inférieure au taux minimum LPP n'est possible que moyennant de fortes restrictions (quant à la durée et à l'étendue des mesures). Des restrictions s'appliquent également côté cotisations, surtout en ce qui concerne la participation des employés et des rentiers. Quant à un assainissement financé exclusivement par l'employeur, il dépend des moyens financiers de ce dernier. Enfin, il reste les placements financiers. Quelle contribution peuvent-ils apporter?

Le rôle de la stratégie de placement

La stratégie de placement concrétise l'orientation à long terme des placements financiers compte tenu de la capacité de risque de l'investisseur. Elle est fixée habituellement sous la forme d'une répartition en pour-cent de la fortune entre les différentes catégories d'actifs autorisées. La capacité de risque exprime la capacité objective et mesurable de l'investisseur à supporter des pertes potentielles en capital et de rendement. Les critères permettant de déterminer la capacité de risque varient en fonction des investisseurs et du but du placement financier. Horizon de placement, type d'obligations à couvrir par le placement, liquidité de la fortune de placement et d'autres facteurs encore peuvent influencer sur la tolérance de perte maximale. Cette dernière représente en quelque sorte un seuil de tolérance objectif dont le dépassement devrait être empêché par l'allocation stratégique et sur lequel se base simultanément le calcul de la réserve pour fluctuations de valeur.

Adapter ou non

L'opinion est répandue qu'une institution de prévoyance ne devrait en aucun cas adapter sa stratégie de placement ni même en réduire les risques en cas d'insuffisance de couverture due à un effondrement du marché des capitaux. Ce point de vue se fonde sur l'horizon de placement à long terme des caisses de pension. En principe, cette opinion se défend. Il n'en reste pas moins que les facteurs suivants devraient eux aussi peser dans la balance:

La stratégie de placement doit refléter la capacité de risque. Si cette dernière change, il faut également adapter la stratégie de placement. Une bonne stratégie de placement ne saurait être redéfinie à chaque mouvement des marchés des capitaux, puisqu'elle a été sciemment conçue pour pouvoir atténuer d'éventuelles surprises négatives. Quoi qu'il en soit, on ne peut exclure l'éventuelle divergence de la capacité de risque et de la stratégie. Cette situation peut résulter de turbulences du marché des capitaux ou de changements structurels (restructurations, etc.).

De nombreux investisseurs croient qu'une année de perte est presque invariablement suivie de rendements positifs. Rien n'est moins sûr et, quand bien même, certainement pas ipso facto. Certes, plus une phase baissière est longue et plus elle nourrit l'espoir d'un futur retour du balancier accompagné de rendements proportionnellement intéressants; en quelque sorte à titre de dédommagement pour avoir conservé tout ce temps des placements à risque. En dépit de cette récompense attrayante, l'investisseur doit toujours se demander s'il veut et peut encore

supporter d'autres pertes. Le moment où interviendra le retournement des marchés ne peut être prédit, même approximativement. La baisse de la capacité de risque s'accompagne toutefois d'une aggravation des conséquences en cas de non-réalisation des objectifs financiers. En général, un premier effondrement du marché est encore supportable. Un deuxième voire un troisième dans la foulée risquent d'avoir de graves conséquences.

Ce que peut la stratégie de placement et ce qu'elle ne peut pas

On le voit, on touche ici aux limites de la stratégie de placement: sa seule adaptation ne garantit nullement le comblement de la sous-couverture d'une institution de prévoyance. Réduire les risques de façon drastique en cas d'insuffisance de couverture pour les augmenter à nouveau massivement lors du rétablissement des marchés est aussi peu recommandable que de limiter les risques de telle façon que les revenus nécessaires à long terme ne puissent plus être réalisés. La stratégie de placement a donc aussi une fonction préventive. Elle doit permettre à l'institution de prévoyance de réaliser le rendement nécessaire à long terme tout en limitant le risque de placement, de sorte à ne pas mettre en péril l'objectif de prévoyance. La gestion de fortune stratégique équivaut à gérer les risques et fait donc partie des tâches de conduite financière de l'organe suprême d'une institution de prévoyance.

Ce qui importe

Une bonne stratégie de placement doit englober tous les aspects. En font partie la réserve pour fluctuation de valeur, qui tient lieu de coussin en cas de variations attendues des rendements des placements, mais aussi les facteurs structurels tels que la structure d'âge des destinataires des prestations et des rentiers d'une caisse de pension ou la manière dont celle-ci est financée. De même, les développements potentiels susceptibles de modifier la caisse de pension dans ses structures (licenciements attendus, liquidations partielles, entrées et sorties de fonds extraordinaires, changements de plans et autres) doivent être intégrés dans la réflexion stratégique. Chaque institution a une capacité de risque propre et doit donc être évaluée individuellement. Il ne suffit pas, comme c'est souvent le cas en pratique, de définir la stratégie de placement uniquement en fonction de la réserve pour fluctuation de valeur existante ou – inversement – de déterminer une valeur cible pour la réserve de fluctuation de valeur exclusivement sur la base des actifs disponibles. Procéder ainsi reviendrait à négliger des facteurs structurels essentiels. Dans une caisse de pension avec une structure d'âge favorable, c'est-à-dire avec des destinataires de prestations relativement jeunes en moyenne, une réserve pour fluctuation de valeur de 10% peut suffire dans le cadre d'une certaine stratégie de placement, alors qu'avec la même stratégie, une réserve de 20% sera à peine suffisante pour une institution de prévoyance ayant beaucoup de rentiers. Mais c'est bien la stratégie de placement qui détermine à 85% ou 90% le succès d'un placement financier. Il vaut donc la peine de le formuler avec le plus grand soin.

Notre gamme de services

Dans la pratique, il n'est pas toujours aisé de procéder à l'analyse systématique du risque, à son évaluation et ensuite à l'optimisation sur mesure de la stratégie, car ces opérations exigent beaucoup d'expérience et des connaissances pointues. Notre processus de conseil se fonde sur la logique du processus de placement. Nous vous apportons notre soutien dans la prise de décisions par une démarche qui englobe la capacité de risque financière de votre caisse de pension et des facteurs structurels pertinents. Nous prenons également en compte l'asymétrie de la répartition des revenus et complétons les bases décisionnelles par des indications sur l'étendue et la probabilité d'une éventuelle insuffisance de couverture future. Des tests de stress permettent de faire des prévisions. N'hésitez pas à vous adresser à votre conseiller en placement. Il dispose des outils nécessaires afin de vous épauler efficacement dans le choix de la stratégie de placement. Comme l'indique la représentation ci-après, votre conseiller est à même de vous exposer l'évolution probable de votre fortune et donc de votre degré de couverture pour différents types d'allocation. Nous nous réjouissons d'ores et déjà de mettre nos compétences et notre expérience à votre service pour la fixation de votre stratégie de placement optimale.

Votre interlocuteur dans votre région

Berne, Haut-Valais, Soleure

Rolf Burkhardt, tél. 031-336 23 93, rolf.burkhardt@ubs.com

Zurich, Saint-Gall, Tessin, Appenzell, Glaris, Grisons, Schaffhouse, Thurgovie

Helmut Fleischmann, tél. 044-237 45 75, helmut.fleischmann@ubs.com

Bâle-Campagne, Bâle-Ville

Thomas Gloor, tél. 061-289 34 60, thomas-za.gloor@ubs.com

Lucerne, Argovie, Nidwald, Obwald, Schwyz, Uri, Zoug

Herbert Jurt, tél. 041-208 23 66, herbert.jurt@ubs.com

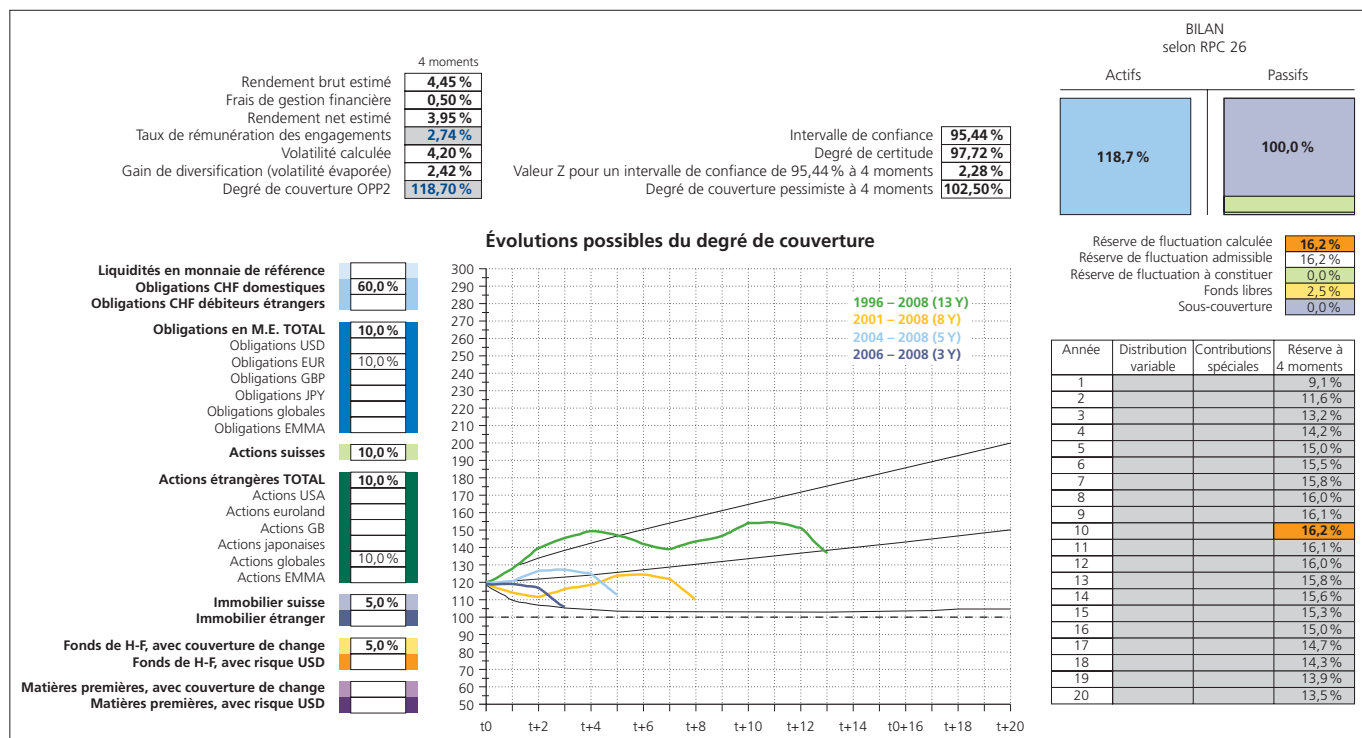
Genève, Vaud, Neuchâtel, Valais romand, Fribourg, Jura

Philippe Troesch, tél. 022-375 74 24, philippe.troesch@ubs.com

Diverses publications à l'attention de la clientèle institutionnelle peuvent être commandées auprès de sh-ia@ubs.com

Vous trouverez de plus amples informations à l'adresse www.ubs.com/clientele-institutionnelle

Évolutions possibles du degré de couverture



L'éditeur du présent document est la société de droit suisse UBS SA. La diffusion de ce rapport n'est autorisée qu'aux conditions stipulées dans le droit applicable. Le document a été établi indépendamment d'objectifs d'investissement spécifiques, d'une situation financière particulière ou des besoins spéciaux d'un destinataire particulier. Son objectif est purement informatif et il ne constitue pas une invitation à la présentation d'une offre, à la conclusion d'un contrat, à l'achat ou à la vente de titres ou d'instruments financiers apparentés quels qu'ils soient. Il se peut que les produits ou titres décrits dans le présent

document soient inadaptés ou interdits à la vente dans diverses juridictions ou pour certains groupes d'investisseurs.

Les informations collectées et les avis émis dans le présent document reposent sur des données dignes de confiance issues de sources fiables, mais ne prétendent ni à l'exactitude ni à l'exhaustivité des indications relatives aux titres, marchés et évolutions dont il est question. Les performances (simulées ou réelles) passées des divers investissements n'offrent aucune garantie quant aux évolutions futures.

Les informations ou opinions peuvent changer à tout moment, sans notification préalable. UBS SA ainsi que les autres membres du Groupe UBS sont autorisés à prendre des positions d'achat et de vente sur les titres et les autres instruments financiers mentionnés dans le document.

Toute reproduction, distribution ou réédition du présent document, quel qu'en soit l'objectif, est interdite sans l'autorisation expresse d'UBS SA.

©UBS 2009. Tous droits réservés.