

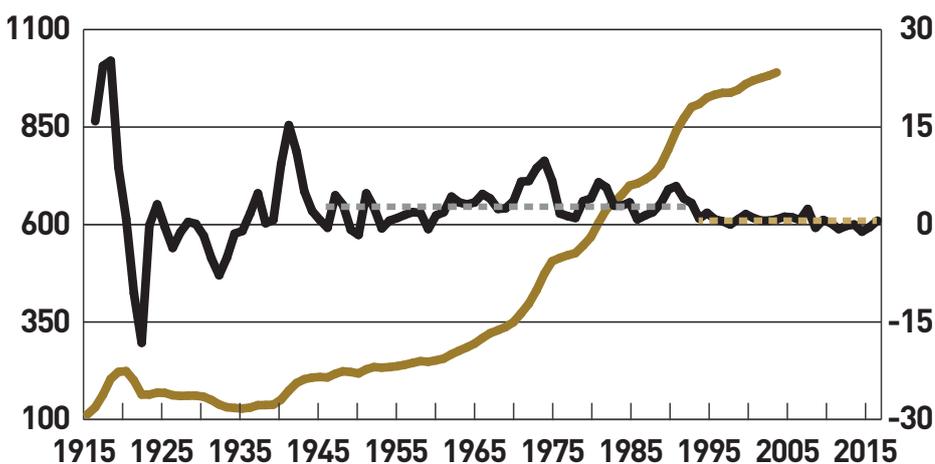
Caisses de pension suisses : une évolution contrastée

En Suisse, la force du Franc constitue une barrière supplémentaire à la menace d'une inflation galopante.

Illustration 1 fait ressortir trois régimes distincts d'inflation depuis 1915. Le plus récent – à partir de 1994 – a vu une inflation extrêmement faible s'établissant en moyenne annuelle à 0.6%, chiffre que nous observons à nouveau à fin mars 2017. Ceci signifie concrètement qu'en glissement annuel l'inflation actuelle en Suisse retrouve sa moyenne des 23 dernières années. Avant cela, et depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, l'inflation évoluait à un rythme plus soutenu, tout en restant modérée à une moyenne de 2.9% par an.

L'utilité de cette statistique est de permettre d'estimer la perte de pouvoir d'achat du rentier du 2e pilier après son départ à la retraite¹. En 2015, l'espérance de vie à 65 ans était de 21 ans en moyenne pour les hommes et les femmes réunis². Avec un taux moyen d'inflation sur la période de 0.6%, les rentiers voient donc le pouvoir d'achat de leur 21e et dernière rente diminuer de 12% (soit un total qui se contracte de 6% sur la durée de l'espérance de vie). Si l'on prend en compte un taux moyen d'inflation de 2.9% l'effet est beaucoup plus

marqué, puisque la contraction totale du pouvoir d'achat s'inscrit à 26%, soit un peu plus d'un quart de la prestation de sortie ! Les conséquences de l'inflation se font donc clairement sentir dans la durée. Au vu de ces estimations, ainsi que des défis posés par les effets démographiques – comme l'augmentation de l'espérance de vie et l'augmentation du rapport de dépendance entre générations – associés à la baisse des taux d'intérêts, l'argument qui postule que le bénéficiaire actuel du 2e pilier jouit d'une situation plus favorable que le retraité futur peut difficilement être remis en question. Certains de ces paramètres tendent à être sous-estimés dans le débat actuel en Suisse sur la prévoyance.



- Indice des prix à la consommation en Suisse
- Variation annuelle en % (échelle de droite)
- Moyenne entre 1994 et 2017 (0.6%)
- Moyenne entre 1946 et 1993 (2.9%)

Illustration 1 : Évolution de l'indice des prix à la consommation en Suisse (échelle logarithmique) et variation annuelle en % (échelle de droite).

Source : Office fédéral de la Statistique. Calculs : Gyger et Ledermann.

La réaction des caisses de pension

Les différents acteurs s'accordent à dire que les caisses de pensions suisses jouissent d'une santé solide. En effet, les bonnes années de placement ont porté plus de 60% des caisses de pension privées à un taux de couverture supérieur à 110%. La dernière enquête menée par Swisscanto montre en outre que les institutions de prévoyance relèvent constamment l'âge de la retraite (qui est désormais de 65 ans pour 90% des hommes assurés et pour 31% des femmes) et que le taux d'intérêt technique et le taux de conversion ont été significativement abaissés, pour le pre-

mier de 3.51% en 2007 à 2.47% à fin 2015 et pour le second de 7.13% en 2012 à 6.13% en moyenne actuellement, donc très proche de la valeur recherchée de 6% dans le projet Prévoyance vieillesse 2020.

Évolution de l'allocation des actifs

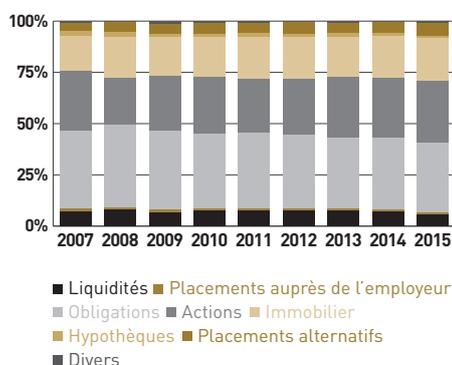


Illustration 2 : Évolution de l'allocation des actifs de 2007 à 2015. Source : Etude 2016 de Swisscanto sur les caisses de pension.

Du côté du passif, nous voyons donc que les caisses de pension réagissent globalement de manière pertinente avec les outils à leur disposition pour relever les défis auxquelles elles font face.

Que pouvons-nous dire de l'évolution des actifs en portefeuilles ? Nous tirons deux observations de l'évolution de l'allocation des actifs présentée dans **l'illustration 2**. Nous remarquons d'abord la stabilité structurelle de l'allocation des actifs dans une période pourtant très mouvementée pour les marchés financiers. Vision à long-terme ou changements difficiles à mettre en œuvre ? Les deux sont certainement vrais.

La seconde observation concerne le recul de l'allocation aux obligations de 37.8% à 33.3% au profit essentiellement de l'immobilier dont la part a augmenté de 17.1% à 21.9% entre 2007 et 2015. Quant

à la répartition entre la Suisse et l'étranger, celle-ci est restée très stable³. Avec des prévisions négatives sur la performance future des obligations en Franc Suisse (depuis l'abandon du cours plancher contre euro en janvier 2015), on peut s'étonner d'une part de la lente propension des comités de placements à délaisser les titres à taux fixes en CHF (avec une moyenne de 25% dans les allocations) et d'autre part de la pondération quasi-constante des actions (à 30%) qui n'évoluent qu'au gré des variations de marché.

La part des placements immobiliers s'est fortement renforcée ces dernières années.

La part des placements immobiliers s'est donc fortement renforcée ces dernières années. De fait, la faible volatilité des prix et la corrélation très vague avec les obligations et les actions ont confirmé l'utilité du pouvoir de diversification de l'immobilier dans les portefeuilles. De plus et de manière décisive, les investissements directs dans l'immobilier permettent de compenser les effets de l'inflation grâce à l'indexation des rendements locatifs commerciaux⁴, ce que les obligations n'offrent pas en général. Nous tenons également à relever ici que les fonds cotés en immobilier partagent dans une certaine mesure ces caractéristiques, ce qui est loin d'être le cas des sociétés de placement immobilier dont le destin est bien plus étroitement lié aux mouvements boursiers des actions⁵. Les performances obtenues en 2016, et depuis le début d'année en cours,

indiquent que les placements immobiliers directs continuent de contribuer de manière significative à l'évolution des portefeuilles des institutions de prévoyance.

Et les matières premières demanderez-vous ? Elles ont fondu à 0.6% de l'allocation totale. Le recul marqué des cours n'y est pas étranger⁶. Dans le même temps, les investissements privés en infrastructure ont vu leur cote monter auprès des institutions de prévoyance, grâce à la stabilité de leurs revenus et la protection contre l'inflation. Nous observons une recrudescence de solutions globales d'investissement dans cette thématique. Comme toujours la qualité et l'expérience des gestionnaires jouent un rôle déterminant dans la performance des produits.

Une dernière constatation s'impose avant de conclure : nos analyses montrent que l'évolution de l'inflation depuis 2008 (et partant des taux d'intérêts) a expliqué plus de 60% de la variation des cours des actions suisses⁷ ! L'explication de la forte relation opposée entre l'inflation et la performance des titres suisses trouve sa source dans la politique des taux négatifs menée par la BNS. Le marché boursier Suisse est dominé par des grandes valeurs de qualité offrant un dividende stable : Nestlé, Novartis et Roche représentent plus de la moitié de la capitalisation de l'indice MSCI Suisse. Les qualités liées à ces sociétés peuvent être illustrées par l'historique des dividendes de Nestlé : l'entreprise a augmenté son dividende 43 fois ces 55 dernières années, et il n'a jamais été réduit. En conséquence, le marché Suisse est devenu un excellent terrain de chasse pour les investisseurs frileux à l'égard du risque et à la recherche d'un revenu stable et

Lorsque les taux nominaux sont bloqués à zéro ou deviennent négatifs, l'inflation devient le seul moteur des taux d'intérêt réels.

régulier. Lorsque les taux nominaux sont bloqués à zéro ou deviennent négatifs, l'inflation devient le seul moteur des taux d'intérêt réels. La baisse de l'inflation augmente par conséquent le rendement réel des actions suisses et les rend d'autant plus attrayantes pour les investisseurs. En termes réels, la déflation est équivalente à une augmentation du dividende de ces grandes valeurs, ce qui explique pourquoi les actions suisses ont tellement bien fonctionné dans ce régime de désinflation.

Nos recommandations et conclusions

Les portefeuilles des caisses de prévoyance ont retrouvé de belles couleurs au cours des huit dernières années. Dans la majorité des cas ils évoluent à des niveaux supérieurs de 2007 (juste avant la crise) et proches de leurs plus hauts historiques. Contre toute attente, le contexte économique très désinflationniste a profité à l'ensemble des actifs financiers qui ont bénéficié des politiques à taux zéro, voire même de taux d'intérêt négatifs. Or il faut constater que les plus-values produites par le portefeuille de taux fixe font désormais partie du passé et ne peuvent plus être répétées à l'avenir. Dans l'optique d'une nor-

malisation attendue des taux, peut-on parler de la fin programmée des portefeuilles diversifiés ? Assurément non !

Notre recommandation est de continuer à favoriser la diversification du contenu des portefeuilles. Le plein dans l'immobilier suisse a probablement été fait ; les prochaines étapes consistent à intégrer de l'immobilier international et de l'infrastructure, avec toute la complexité qui leur est associée (notamment de sélection, d'horizon de temps et de décalage des retours sur le capital investi lorsque ces investissements sont réellement diversifiants). Concernant les obligations et dans l'environnement actuel de croissance modérée et d'inflation contenue, nous continuons de privilégier les segments à plus haut rendement au détriment des dettes gouvernementales et d'entreprises de haute qualité. Enfin, nous attirons l'attention sur les risques de concentration dans les portefeuilles, risques liés à des facteurs spécifiques comme des styles d'investissement ou dus au manque de diversité des acteurs auxquels est confiée la gestion des actifs. Il n'est pas prudent notamment de prendre des paris étroits sur des stratégies et des titres qui ont particulièrement bien tiré leur épingle du jeu ces huit dernières années.

Sébastien Gyger, PhD, CFA, consultant indépendant
Serge Ledermann, Directeur et administrateur de 1959 | Advisors

¹La grande majorité des institutions de prévoyance ne prévoit pas une indexation future des rentes sur l'inflation.

²Les scénarios de l'évolution de la population de la Suisse 2015 – 2045, Confédération suisse, Office fédéral de la Statistique.

³Indice Credit Suisse des caisses de pension suisses, 4e trimestre 2016.

⁴Les loyers résidentiels sont indexés au taux hypothécaire.

⁵Voir par exemple la thèse de doctorat de Séverine Cauchie intitulée « Fonds immobiliers suisses : évaluation des rendements et intégration avec les marchés financiers », Université de Genève, 2005.

⁶À fin mars 2017 et sur 10 ans, l'indice S&P GCSI Total Return perd plus de 60% de sa valeur, et plus de 75% depuis les plus hauts de juillet 2008.

⁷Analyse publiée en février 2016 chez Ned Davis Research et disponible sur demande.

