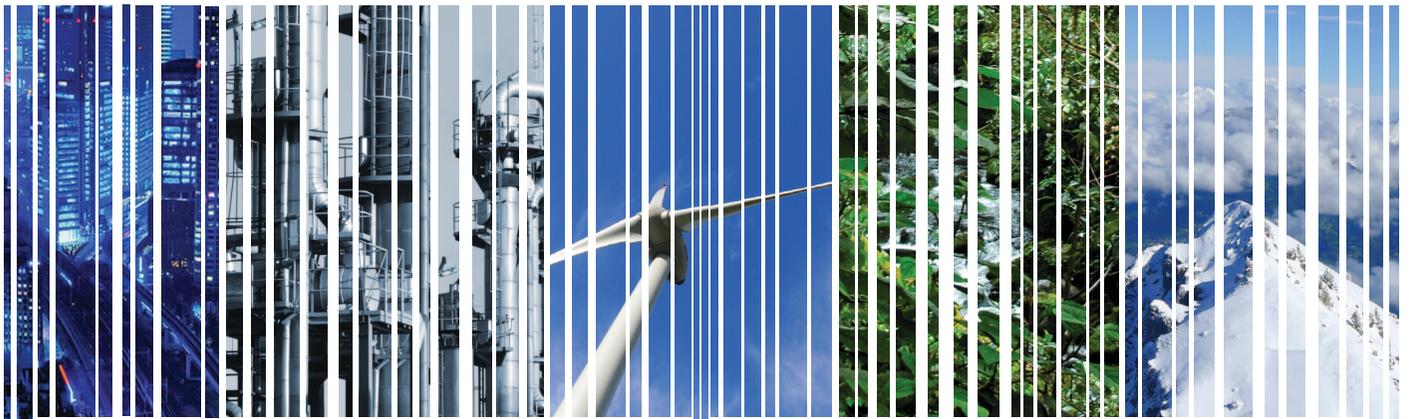


# SWISS GLOBAL FINANCE

M A G A Z I N E



1 6 1 0 0 7 1 1 1 9 9 0 2 0 1 3

## INVESTISSEMENTS À VALEUR ÉCONOMIQUE OU FINANCIÈRE ?

## INVESTITIONEN MIT WIRTSCHAFTLICHEM ODER FINANZIELLEM WERT?

# Les limites de la croissance économique



par  
Olivier Ferrari

Fondateur et directeur général

**CONINCO Explorers in finance SA**

## Quelle politique d'investissement pour les institutions de prévoyance ?

La révolution industrielle du 19<sup>ème</sup> siècle a induit un changement fondamental dans les perspectives du développement économique tant en Europe qu'aux États-Unis. Les facteurs de production industrielle et les transports ont impacté profondément la notion d'échange pour couvrir des besoins vitaux. La main d'œuvre, la terre et le capital sont devenus des produits disponibles à la vente. Les conditions nécessaires à l'instauration d'un commerce et d'un libre-échange accéléré ont conduit à la première globalisation des économies développées de l'époque. La population mondiale était en 1800 de 1 milliard d'habitants contre 7 milliards à ce jour (2013).

La révolution numérique de la fin du 20<sup>ème</sup> siècle a propulsé l'humanité dans un univers où les distances sont devenues une anecdote et dont le temps s'est transformé en non-temps. La tyrannie de l'immédiat et du

rendement anticipé a induit un développement économique industriel financier où la finance financière est devenue l'argument de la fonction de création du bien-être, ceci au détriment d'un développement économique industriel durable qui permet de mettre l'humain au centre de celui-ci.

La dernière décennie, depuis l'an 2000, a conduit à une globalisation généralisée de la planète. L'univers des possibles pour une extension du développement économique a atteint la limite de « l'écologiquement acceptable » du planisphère terrestre ; et l'économie doit se réinventer un nouveau paradigme. Celui-ci doit intégrer une reconstruction d'une responsabilité inter-générationnelle. Il faut favoriser le développement de la démocratie autrement que sur des puissances financière, mais sur le bien-être de l'individu, en respect de l'environnement et en préservant l'héritage des générations futures.

Nous devons passer d'une économie de croissance « quantitative » par accumula-

tion de biens vers une économie de croissance par remplacement de biens et de collectivité de biens. Dans le même temps, même si la croissance de la population mondiale semble offrir des perspectives d'opportunités, il n'en demeure pas moins que l'empreinte écologique va réduire le champ des possibles.

L'évolution de la population mondiale compte à ce jour 230'000 nouveaux habitants de plus chaque jour pour 170'000 décès. 28% de la population mondiale est âgée de moins de 15 ans et 8% a déjà 65 ans. Il y a actuellement 5 milliards d'êtres humains abonnés au téléphone cellulaire/mobile, soit 72,7% des habitants (9 juillet 2010), et 2 milliards d'êtres humains ont accès à Internet<sup>1</sup>.

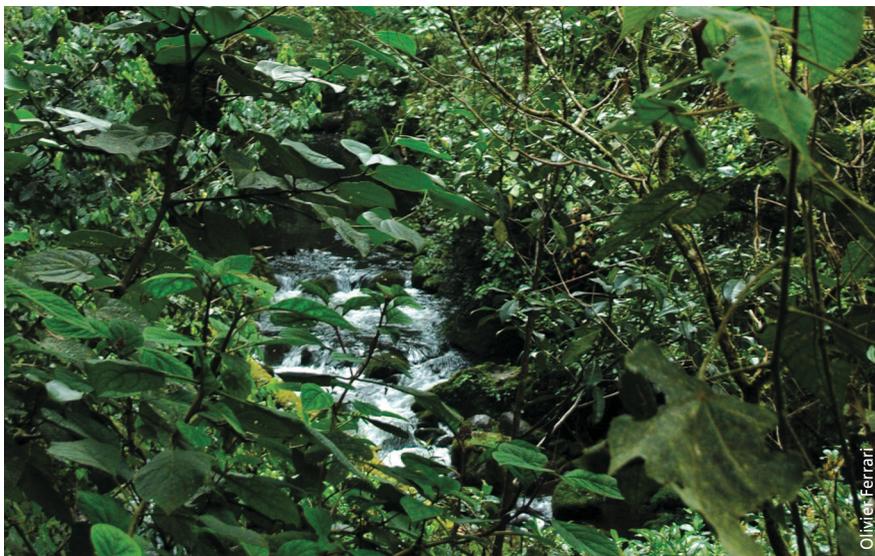
## L'histoire

La révolution industrielle a subi son premier à-coup lors du choc pétrolier de 1973 avec une modification brutale de l'offre de pétrole qui s'est combinée à une hausse du prix du baril qui a été multiplié par trois en passant à 10 dollars l'unité. Les taux annuels d'inflation ont atteint les 12%.

La décennie suivante a vu l'instauration de mesures devant favoriser un capitalisme plus libéral et une maîtrise de l'inflation. Le concept de « gestion de stock humain » s'est développé avec le changement de notion de « service du personnel » en « ressources humaines ». L'individu disparaît au profit du tout financier.

L'avènement d'Internet au début des années nonante est la conséquence de la miniaturisation des composants électroniques liés à une explosion des compétences mathématiques et mémoires des ordinateurs. Il en a découlé une véritable révolution technologique, industrielle et financière permettant aux nouvelles technologies de positionner l'innovation comme moteur de production et de croissance économique, voire de surproduction et d'abondance avec la naissance de l'hypertrophie des déchets.

Le rendement exponentiel a surpassé la réalité de la création de richesse et de la croissance économique effective. L'interconnexion de tous les pays de la planète a créé les conditions cadres de la finitude de l'univers de développement quantitatif.



Olivier Ferrari

L'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000 qui a corrigé l'abondance spéculative de la décennie précédente s'est développée en même temps que le changement des rapports politiques entre les Etats, suite à l'attentat du 11 septembre 2001. Durant cette période, tant la Chine, que l'Inde, la Russie, le Brésil et bien d'autres pays dits émergents ont effectivement émergés avec une rapidité qui a surpassé ce que les Etats-Unis et l'Europe ont réalisé en temps et amplitude sur près de 150 ans. Il aura fallu à peine 15 ans pour que ces pays se mettent à niveau, alors même qu'il aura fallu 40 ans au Japon pour passer du stade d'un relatif « moyen-âge » à une économie développée aboutie.

Durant cette période, l'explosion des capacités de calcul des ordinateurs et de l'instantanéité de l'obtention d'informations ont conduit à ce qu'une finance d'intermédiation, par la mise à disposition de l'épargne pour le développement économique, devienne une finance productrice d'argent avec deux événements majeurs, soit d'une part la crise des subprimes qui a éclaté en 2007 et d'autre part l'affaire Madoff le 12 décembre 2008. Ces deux événements ont pour élément commun la création d'une économie virtuelle créatrice d'argent à court terme avec les conséquences que les moyens financiers qui devraient être mis à disposition de l'économie à moyen et long termes ne sont plus disponibles. Les investisseurs se détournent de l'économie réelle. Tant la finance que les médias poussent dans ce sens.

### Nouvelles contraintes structurelles

Ce développement a conduit à une perte de la notion de la responsabilité sociétale, le règne de l'urgence caractérise l'économie actuelle<sup>2</sup>. La finance ne répond plus à son rôle historique et s'est déconnectée pour sa partie « spéculative » de l'économie. L'environnement subit une atteinte grave dont on ne peut mesurer l'impact sur l'écosystème et les différents équilibres constitués au court des **4,5 milliards d'existence** de la terre.

Que cela soit par les plaques dérivantes de déchets plastiques dans les océans, la disparition des forêts (la surface d'un terrain de football disparaît chaque minute, à ce

rythme il n'y aura plus de forêt primaires dans 30 ans !!!). Une augmentation exponentielle du CO2 dans l'atmosphère avec ses conséquences collatérales sur le climat et tout le vivant, une augmentation préjudiciable de l'acidité des océans. Toutes ces contraintes structurelles sont autant d'opportunités pour une vision d'économie positive à mettre en place.

Il convient d'admettre les conséquences de nos actes et de redonner une chance aux générations actuelles et futures pour une vie « humanisée » dans un environnement sein. Le groupe de réflexion pour une économie positive a retenu 45 propositions<sup>2</sup> : repenser les objectifs des entreprises, définir des indicateurs extra-financiers de référence, faire de l'investissement socialement responsable ou ISR un véritable levier pour la croissance de l'économie positive, rediriger l'épargne et les investissements vers les activités positives, renforcer les actionnaires de long terme, encourager les énergies renouvelables et l'efficacité énergétique, faire de l'école un lieu d'échange entre les générations, rédiger une charte mondiale des responsabilités universelles, lutter contre toutes les formes de discriminations, favoriser l'économie du partage, etc.<sup>2</sup>

Ce chapelet d'exemples de tout autant de quelques propositions, induisent un potentiel de mise en place d'une gouvernance responsable, respectueuse de l'environnement, de la personne, de l'entreprise qui favorise l'émergence d'une économie positive et de la création des conditions cadres pour l'avènement d'un nouveau paradigme économique et de redéploiement économique avec tout autant de création d'emploi.

« Bâtir un capitalisme patient »<sup>2</sup>, une notion qui est totalement en lien avec une gouvernance responsable dont le long terme permet de redonner ses chances à un développement économique durable.

### Espérances de rendement

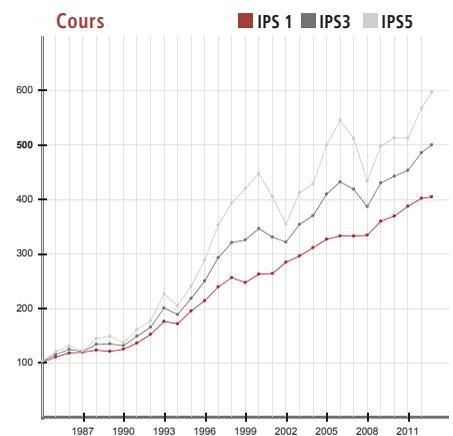
Les performances du passé ne sont pas une garantie d'un résultat futur. Si cet adage fait partie de toute documentation présentant des prestations ou produits financiers, il n'en demeure pas moins que lorsque les événements se sont déroulés, il est difficile de ne pas se pencher sur ce

passé et de se dire que le résultat effectif aurait pu être meilleur si ... Le gestionnaire d'actifs, respectivement conseiller en investissement est sans cesse confronté à la fluctuation à court terme des marchés, à la prise de décision pour positionner un portefeuille et à la comparaison à posteriori de ses résultats.

### Dans une allocation stratégique, quelle doit être la part en actions ?

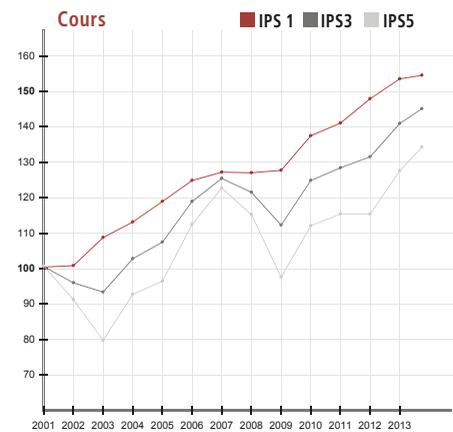
Sur le graphique 1, il est relevé trois composantes d'allocations stratégiques. La principale variable est celle du poids en actions qui est de 10% pour IPS 1, 30% pour IPS 3 et de 50% pour IPS 5<sup>3</sup>.

Graphique 1 – Période du 1er janvier 1985 au 30 septembre 2013



Le résultat est sans équivoque. Un investisseur ayant choisi de considérer une diversification avec 10% d'actions, aurait eu une performance cumulée sur la période de référence de 304,71% contre 400,06% pour IPS 3 et 496,76% pour IPS 5. Il est indéniable que de ne pas avoir suffisamment d'actions conduit à un manque à gagner évident.

Graphique 2 – Période du 1er janvier 2001 au 30 septembre 2013



Sur le *graphique 2* (page 13), nous reprenons les mêmes références sur une période plus récente. Les résultats sont totalement inversés puisque IPS 1 réalise une performance cumulée de 57,62% contre 46,47% à IPS 3 et 34,16% à IPS 5.

La comparaison des résultats entre l'une ou l'autre des approches, à posteriori, conduit à des conclusions totalement inversées.

### Dans une allocation, quelle importance donner à la diversification étrangère ?

Cette question est récurrente et, selon les périodes de survenance des événements, respectivement performances réalisées, l'investisseur est plus ou moins enclin à modifier sa perception pour une prise de décisions.

Pour parvenir à donner une réponse sans émotions, il est considéré deux indices de référence du marché institutionnel suisse. À savoir l'indice IPS 4 qui a été créé en 1996 avec un calcul depuis 1985 et l'indice LPP 40 qui a été créé en 2000, conséquemment aux indices LPP de la banque Pictet & Cie, et recalculé pour la période démarrant en 1985 également. Le *tableau 1* relève les différences fondamentales entre les deux indices.

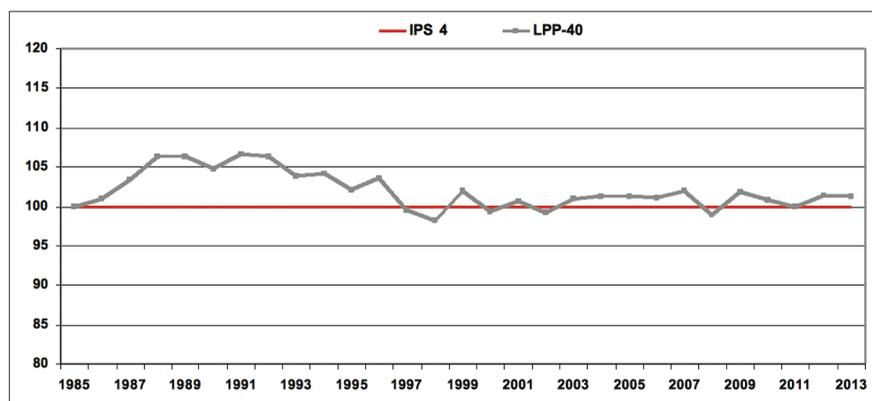
Nous évaluons sur le *graphique 3* la comparaison en relatif de l'évolution de la performance des deux allocations.

La performance totale sur la période de référence est de 462,18% pour IPS 4 et 465,55% pour LPP 40, soit un gain de l'allocation LPP 40 de CHF 337'000.- sur 28 ans ou près de CHF 12'000.- par année et ce, pour CHF 10 millions d'investissement à l'origine. Une analyse plus détaillée des données fait ressortir que, depuis 1988, à l'exception de quelques années, une diversification en valeurs étrangères n'a pas eu de valeur ajoutée. Il ne convient toutefois pas d'en déduire que toute diversification est néfaste pour un portefeuille.

**Tableau 1 – Composition IPS 4 et Indice LPP 40**

	IPS 4	LPP 40	Différences
Liquidités	5%	0%	./. 5%
Obligations suisses	45%	45%	n.a.
Obligations internationales	10%	5%	./. 5%
Obligations en Euro	0%	10%	+ 10%
Actions suisses	25%	15%	./. 10%
Actions internationales	15%	25%	+ 10%
Total actions	40%	40%	n.a.

**Graphique 3 – Comparaison relative de la performance IPS 4 et LPP 40**



Comme relevé, les performances du passé ne sont pas une garantie à futur. Depuis 1996, il ressort que l'une ou l'autre des approches a tendanciellement donné le même résultat. Ceci démontre une convergence à long terme des performances dont la bourse n'est que le baromètre du développement économique. Certes, avec un peu de retard ou de l'avance, suivant l'angle sous lequel on l'analyse.

### Quel est le retour sur investissements selon les stratégies retenues ?

Le présent point se veut de cerner l'impact d'une période de référence sur le rendement réalisé d'une politique de placement au détriment d'une autre. Pour ce faire, il a été effectué un calcul sur des périodes de dix ans glissantes avec la nécessité de rémunérer au minimum le capital de prévoyance au minimum de la LPP.

Sur le *graphique 4*, nous reprenons la comparaison d'une stratégie incluant 25% en actions – Indice LPP 25 et une stratégie incluant 40% d'actions – LPP 40. Après rémunération de l'épargne, nous avons calculé l'excédent de rendement dégagé par l'une ou l'autre des stratégies.

Nous constatons plusieurs périodes bien distinctes, soit celle de 1985 à 2001 dont les périodes glissantes ont généré des excès effectifs de rendements. La période de 1993 à 2007 avec des niveaux nettement inférieurs à la référence initiale. La période de 1999 à 2011 avec des impacts négatifs majeurs et, en conséquence,

une impossibilité à remplir la couverture minimale de rendement. Et enfin, la période de 2003 à 2012 qui représente une décennie atypique avec des premières années de performances positives, une baisse significative et un retournement de marché qui devrait conduire à une reconstruction économique.

Si tel est le potentiel de développement, les données démontrent clairement qu'il y a un avant avec des excès de rendement significatifs et un après. Même si l'après est encore élevé pour les rendements obtenus, il convient néanmoins de ne pas négliger que la rémunération obligatoire de l'épargne n'est plus la même que celle d'origine. Si l'on considère la période de 1991 à 2000, elle fut exceptionnelle et c'est bien au cours de cette période que tous les actes de rémunérations excessives du deuxième pilier ont impacté négativement la décennie qui s'en est suivie. Ceci demande à ce que les fonds de pension constituent des réserves suffisantes et, dans des cas extrêmes, soit modifient la prise de risque de leur stratégie d'investissement pour servir des excès de rendement, soit créent des réserves adéquates aux surperformances réalisées, ce pour autant que celles-ci soient encore effectives.

### Quels sont les investissements à considérer ?

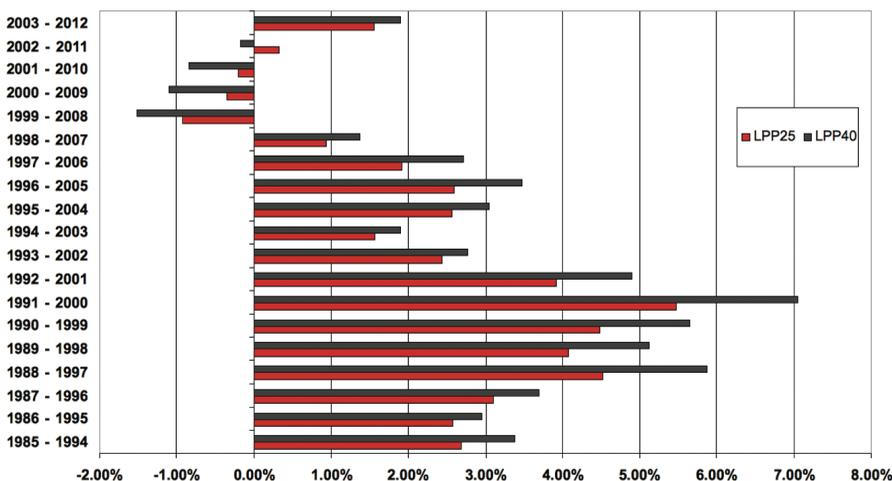
Les dispositions légales définissent clairement les principes à observer :

#### Art. 50 OPP 2

#### Sécurité et répartition du risque

2. Lors du placement de sa fortune, elle doit veiller à assurer la sécurité de la réalisation des buts de prévoyance. La sécurité doit être

Graphique 4 – Ecart entre les taux minimum LPP et les marchés



évaluée spécialement en tenant compte de la totalité des actifs et des passifs, ainsi que de la structure et de l'évolution future prévisible de l'effectif des assurés.

3. Lors du placement de sa fortune, elle doit respecter les principes d'une répartition appropriée des risques ; les disponibilités doivent, en particulier, être réparties entre différentes catégories de placements ainsi qu'entre plusieurs régions et secteurs économiques.

L'alinéa 2 explicite clairement que seule la structure de l'institution de prévoyance prédomine dans la détermination d'une politique de placement. Toute comparaison avec d'autres valeurs serait un détournement de la loi.

L'alinéa 3 implique qu'une diversification est dans tous les cas nécessaire. La seule application de cet article interdit de n'être que sur un seul marché ou une seule classe d'actif.

Sur le tableau 2, nous dissocions des investissements de rendements, économiques, financiers et mixtes. La forme choisie de l'une ou l'autre des opportunités doit considérer la nécessité de garantir en tout temps le règlement des prestations et la capacité d'être dans le marché à court, moyen et long termes pour assurer la pérennité du capital de couverture des prestations promises.

### Comparaison n'est pas raison !

La notion de « benchmarking » induit des comparaisons entre différentes institutions de prévoyance qui incurvent les spécificités de chacune. Sur le tableau 3, nous rele-

vons trois gestions d'actifs, pour trois contraintes significatives avec des comparaisons de performances en fonction des flux financiers.

Il ressort qu'en pure comparaison de marché (TWR), chaque gestion a réalisé la même performance. Un parallèle avec le rendement propre des investissements de chaque cas (MWR) fait ressortir des différences significatives qui peuvent être destructrices de capital. C'est bien ce risque que l'article 50 OPP2, alinéa 2 veut éviter. Son application conduit à l'impossibilité de comparer des performances d'institutions de prévoyance entre elles, mais bien entre ce que chacune a réalisé en fonction de son potentiel propre.

Tableau 2 – Relation financière des investissements

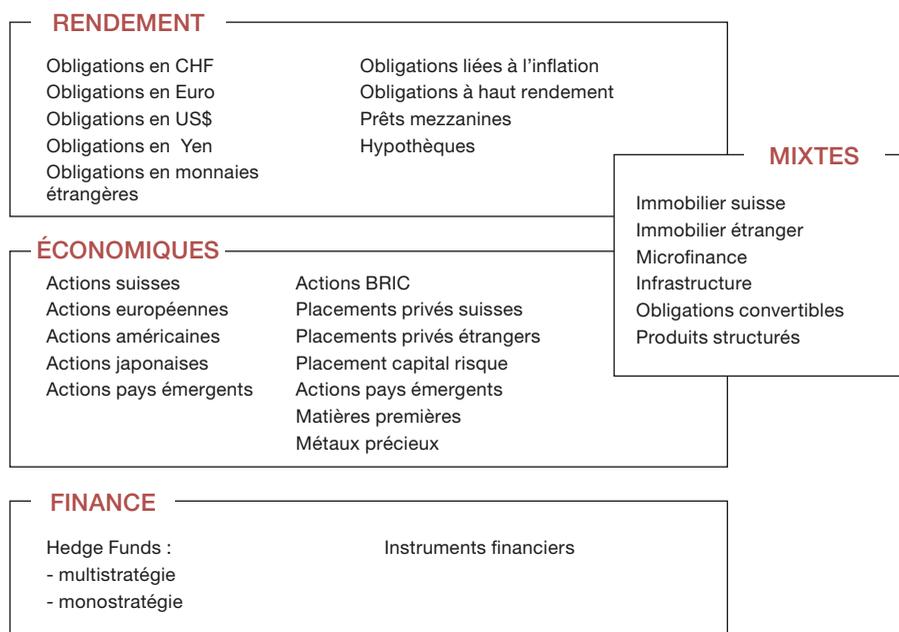
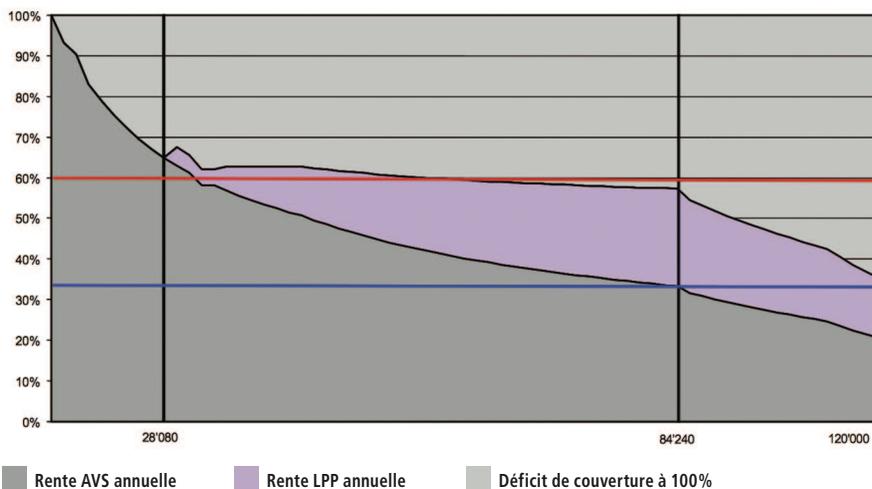


Tableau 3 Flux financiers et performances des marchés

	GESTIONNAIRES		
	A	B	C
Apport initial	100.00	100.00	100.00
Variation du capital due à la gestion = -9.0%	-9.00	-9.00	-9.00
État après variation du capital	91.00	91.00	91.00
Mouvements de fonds	50.00	0.00	-20.00
État après apport de fonds	141.00	91.00	71.00
Variation du capital due à la gestion = 12.0%	16.92	10.92	8.52
État après variation du capital	157.92	101.92	79.52
Total des mouvements	150.00	100.00	80.00
Gain	7.92	1.92	-0.48
Capital moyen investi	125.00	100.00	90.00
MWR annualisé	3.12%	0.96%	-0.27%
TWR annualisé	0.96%	0.96%	0.96%

Graphique 5 – Couvertures des prestations de retraite



Ceci implique d'introduire dans chaque stratégie d'investissement la notion de rendement/risque pris et d'espérance de rendement raisonnablement définissable, et ce pour chaque classe d'actif et pour une politique globale d'investissement.

### Quelle sécurité sociale pour la prévoyance ?

Un système de sécurité sociale doit permettre d'une part de ne pas créer d'indigence et d'autre part de responsabiliser l'ensemble des parties prenantes. Dans le cas des systèmes de prévoyance, tant l'État que les entreprises et les individus sont concernés. Cette énumération doit fonder un système de prévoyance à plusieurs étages et diversifier les risques économiques. C'est dans cette finalité que le système suisse des trois piliers répond à une juste allocation, tant des sources de fonds que des prestations promises.

Sur le *graphique 5*, nous relevons le niveau des prestations promises pour une personne ayant normalement contribué au cours de sa carrière professionnelle à la construction de sa rémunération de retraite.

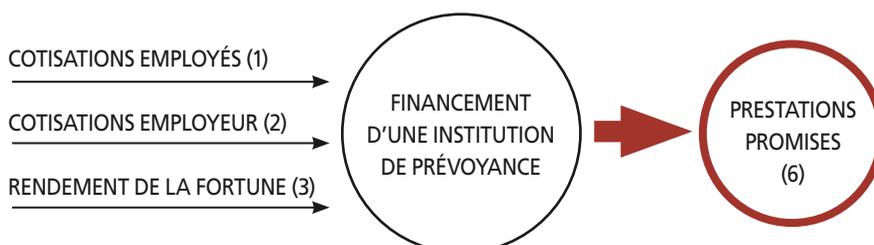
**Le régime de l'État, l'AVS ou premier pilier**, doit permettre de couvrir les besoins vitaux. La solidarité est maximale puisque il n'y a pas de plafonnement du salaire pour les cotisations alors même que les prestations sont limitées. Le système fonctionne en répartition, soit les cotisations des actifs doivent couvrir les prestations versées aux bénéficiaires. Le système ne bénéficie que

d'une année de prestations dans ses réserves. Tant l'évolution démographique que l'augmentation de l'espérance de vie et/ou une forte inflation pourraient déséquilibrer le ratio financement/prestations.

**La prévoyance professionnelle, le deuxième pilier**, est une responsabilité partagée entre l'entreprise et les collaborateurs. Le système de gestion paritaire permet de qualifier en temps continu tant la fiabilité de la structure mise en place que les prestations promises et le financement prévu. À contrario du premier pilier, le poids du troisième cotisant est un apport non négligeable puisque le développement économique finance une part importante des prestations.

Ce système peut être fragilisé, à long terme, par une forte augmentation de l'espérance de vie et/ou une forte inflation et, à court terme, par une correction majeure des marchés financiers. La grande force de ce système est que les prestations promises sont intégralement couvertes par une fortune effective.

### Financement du deuxième pilier



Si, du point de vue conceptuel, le système du deuxième pilier est fiable, il conviendrait d'y apporter une modification majeure. Le niveau des prestations promises pour des bas salaires dont la couverture, pour une période complète de cotisation de 40 ans induit une disponibilité de moyens avec le premier pilier que de 60%.

Or, dans la déclinaison de la législation suisse qui a induit un minimum de prestations, une part importante d'actifs actuels seront de futures personnes indigentes retraitées.

Le système ne fonctionne que depuis 28 ans, il reste en conséquence 12 ans pour rétablir un équilibre du deuxième pilier et éviter de charger les générations futures. Trois mesures explicites permettraient de répondre à cette nécessité. Pour la première, il convient de ne plus avoir de montant de coordination dans le calcul des cotisations. Ceci permettrait d'assurer une couverture globale de tous les salariés. Elle est immédiate et engendre un coût économique supportable. La deuxième mesure consiste à devoir cotiser depuis l'âge de 20 ans. Cela représente 5 années de plus de financement des prestations et un potentiel de rachat supérieur de prestations dans les fonds de pensions. La troisième mesure consisterait à n'avoir plus qu'un taux de cotisation de 12,50% pour l'épargne, ce qui induirait qu'il n'y aurait plus de ségrégation entre les jeunes (7% de cotisation sur salaire coordonné) et les âgés (18% de cotisation sur salaire coordonné).

**Le troisième pilier** est une composante importante qui ne peut être applicable que par les personnes disposant d'un revenu suffisant. Il offre à tout un chacun de moduler, selon ses capacités financières et ses besoins, un plan de financement d'épargne qui lui offrira en temps opportun une qualité de vie adaptée à ses ambitions. Les risques sont un investissement spéculatif qui pourrait détruire le capital épargné. Plus le

Tableau 4 – Espérances de rendements différenciées

Classes d'actif	Allocation stratégique	Objectif de rendement 1985	Objectif de rendement 1990	Objectif de rendement 2000	Objectif de rendement 2010	Objectif de rendement 2013
Obligations suisses	30.00%	4.75%	6.50%	3.75%	2.00%	1.10%
Obligations étrangères	15.00%	6.00%	7.50%	4.75%	2.75%	1.60%
Actions	30.00%	8.50%	8.00%	6.50%	6.00%	6.00%
Immobilier	25.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
	100.00%	<b>6.13%</b>	<b>6.73%</b>	<b>5.04%</b>	<b>3.94%</b>	<b>3.37%</b>
OBR* actions = 0%		2.55%	2.40%	1.95%	1.80%	1.80%
OBR* corrigé dito		3.58%	4.33%	3.09%	2.14%	1.57%

\*OBR -> Objectif de rendement

délai d'entrée en prise de capital est court, plus les investissements devront être de moins en moins risqués. Et, inversement, si la prise de conscience et la capacité de se construire un capital 3ème pilier se fait dès les premiers salaires. Pour toutes les personnes désireuses de réaliser un tel objectif, le meilleur moyen est de vivre dès le départ avec un salaire effectif réduit de 10%. Le montant soustrait permettra une capitalisation épargne effective.

## Conclusions

Le développement économique vient d'atteindre sa première limite puisque l'ensemble des pays de la planète sont connectés. La rotondité de la terre fait que le champ des possibles s'est restreint à un territoire conquis et connu. La croissance

démographique des 160 dernières années n'a pas réduit la misère, elle l'a transformée. Un capitalisme « carnassier » s'est développé et ne représente plus l'intérêt de la collectivité, ceci pour une partie non négligeable de celle-ci.

Il convient de retrouver un développement économique industriel durable, de remettre la notion du long terme au devant pour sortir d'une finance financière. Il est vital de prendre les mesures premières pour que les régimes de retraites soient correctement financés en tenant compte de la longévité, de la mutation en cours de l'économie.

À cet effet, sur le *tableau 4*, il est relevé l'évolution des espérances de rendement depuis 1985, ce qui explique la diminution de la rémunération des capitaux de retraite et découle d'un niveau d'inflation bas.

Il existe des opportunités de développement économique dans tout ce qui touchera le quotidien des futurs consommateurs que seront les quelques centaines de millions de personnes à venir en retraite dans les quinze prochaines années. L'environnement a subi le plus lourd tribut du développement économique depuis l'après-guerre. Celui-ci doit représenter la priorité dans la création et le soutien à de nouveaux secteurs économiques. Ceux-ci seront tout autant de créateurs de nouveaux emplois pour la jeunesse actuelle alors que dans le même temps, les futurs aînés permettront de réduire un chômage encore croissant dans le contexte qui prévaut actuellement.

Le développement économique est entré dans une phase de transition. Notre non volonté à exclure les théories applicables au passé est la seule barrière pour relever de nouveaux défis. Cette non-volonté est amplifiée par l'endettement des États qui, dans la mesure où ils n'acceptent pas de détruire une partie de cette dette, ne feront que retarder une nécessaire mutation pour entrer dans un nouveau paradigme.

Les investisseurs institutionnels doivent redécouvrir le long terme pour permettre un redéploiement d'un capital participatif. Ces investisseurs ont les capacités d'incurver les tendances actuelles d'une finance financière et devenir des acteurs qui poussent les partenaires du marché vers une meilleure gouvernance. Même si la tendance est en cours, il est important qu'un maximum d'acteurs se rallie au concept de « capitalisme patient »<sup>2</sup>. ■

<sup>1</sup> www.populationmondiale.com

<sup>2</sup> Publication de Jacques Attali « Pour une économie positive » Chez fayard 2013

<sup>3</sup> IPS – Indice de Performance Stratégique / www.coninco.ch



Olivier Ferrari