

## 16 Lundi Finance

## Simulation de crise: anticiper le krach boursier?

**L'INVITÉ** La mondialisation croissante a énormément contribué à une répartition plus équilibrée des revenus ainsi qu'à la lutte contre la pauvreté; l'interdépendance des pays, des secteurs et des entreprises dans le processus international de production a en revanche augmenté. Les possibilités de diversification géographique sont considérablement réduites et l'optimisation des risques cible désormais la combinaison des différents secteurs et produits financiers. Nous sommes par ailleurs certains qu'une nouvelle crise financière va éclater; la question est de savoir quand cela aura lieu.

Les caisses de pension qui investissent à l'international tentent de tirer parti de ces possibilités de diversification réduites. Le principal moteur de cette «diversification restante» réside dans la compensation des variations de valeur des taux d'intérêt versus des placements en actions, qui a fonctionné presque comme une loi naturelle ces dernières décennies. Compte tenu des taux d'intérêt nuls voire négatifs – du fait de la politique monétaire expansionniste des banques centrales – ce mécanisme est aujourd'hui endommagé et devient même un facteur de risque. L'acquisition d'actifs de

gré à gré (par exemple private equity) fait voler en éclats l'évaluation traditionnelle du risque, car il est plus compliqué d'évaluer les valeurs de marché «sous tension» pour ces investissements que pour les valeurs boursières. Accorder de l'importance aux secteurs qui résistent à la crise, comme les produits de consommation ou les télécommunications, en investissant dans des titres liquides reste une diversification efficace.

### Ne pas tout vendre en cas de crise

La simulation de crise traditionnelle, qui permet d'apprécier une perte maximale possible sur la base de volatilités, de corrélations et de rendements historiques, peut sembler quelque peu obsolète en regard du nouvel ordre mondial sur le marché des capitaux, dans la mesure où il semble désormais d'usage de tout vendre en temps de crise. Placer un ordre «stop loss» institutionnalisé en cas de panique ne fait pas partie de la normalité.

Pour une caisse de pension aujourd'hui, le fait d'évaluer les différents scénarios de crise n'a pas pour principale fonction de déterminer un montant maximal de perte, mais de donner à réfléchir sur les actions à mettre en œuvre en cas de perte. Nous

devons admettre que toutes les caisses de pension peuvent subir de lourdes pertes.

Prenons, à titre d'exemple, une perte de 25% de tous les actifs qui fait passer le taux de couverture de la caisse de pension à moins de 90%. Il est important de noter ici que la sous-couverture qui résulte de la perte est loin de provoquer une faillite et qu'il est encore temps de rectifier la situation. La perte est tout d'abord affectée aux réserves de fluctuation de valeur puis aux avoirs de vieillesse des actifs dans un deuxième temps et, si cela ne suffit pas, au patrimoine des personnes retraitées.

L'objectif prioritaire est de maintenir la capacité de paiement nécessaire en temps de crise. Ce qui permet la poursuite réglementée des activités sans aller jusqu'au défaut de paiement pour les destinataires et les autres partenaires commerciaux.

### L'importance des liquidités

Un scénario de crise pertinent consiste concrètement à évaluer et à planifier les liquidités en temps de crise. Des loyers, intérêts et dividendes seront-ils toujours perçus sur les placements de capitaux? Quels seront les versements effectués par les actifs à la caisse de pension? Enfin, la question se pose de

savoir s'il faut acheter des actifs à prix très bas dans pareille situation.

La situation s'aggrave, dans le cas d'un krach sur les marchés financiers, si les salariés quittent massivement la caisse, que ce soit en raison de licenciements pour motifs économiques ou parce que les entreprises affiliées quittent la fondation collective. Les avoirs de vieillesse des destinataires sont réduits en conséquence, ce qui rend encore plus difficile la reprise après la crise.

### Nous sommes certains qu'une nouvelle crise financière va éclater: la question est de savoir quand cela aura lieu

Je souhaite avancer la thèse selon laquelle le rapport entre les réserves de fluctuation de valeur et les avoirs de vieillesse des destinataires d'une part, et le capital des retraités d'autre part est plus important pour la capacité de

risque de la caisse de pension que les risques définis par la stratégie de placement.

Concrètement, il ne sert à rien de développer un scénario de crise qui ne tiendrait compte que des répercussions d'un krach boursier sur les investissements sans en envisager celles sur les liquidités. Le scénario de crise repose finalement sur une pénurie des liquidités et sur le fait que les actifs doivent être vendus à des prix sous tension en temps inopportun.

### Différentes configurations

Il peut ainsi arriver que des caisses de pension en situation de sous-couverture soient confrontées à des problèmes complètement différents.

- Les caisses avec une situation nette de trésorerie positive peuvent éviter la «vente des bijoux de famille» et procéder à la (re) capitalisation de manière organisée. Elles peuvent profiter pleinement d'une éventuelle reprise des marchés. Ces caisses exerceront par ailleurs une fonction tampon pour le destinataire en cas de crise marquée, car les mesures d'assainissement devraient être moins radicales.

- Les caisses avec une consommation de liquidités constante enregistreront des pertes comptables, du moins en partie, à cause

de la vente des actifs. Elles ne pourront pas éviter les mesures d'assainissement radicales, ce qui augmente la probabilité de pertes permanentes pour les salariés.

En conclusion, il reste que la constitution de réserves de fluctuation de valeur diminue les risques de mesures d'assainissement, ce qui va de pair avec une rémunération raisonnable sur les bonnes années boursières. On ne peut toutefois pas en déduire que cela soit suffisant pour éviter la sous-couverture dans le nouveau monde volatil.

Les caisses de pension doivent par conséquent se préparer à fonctionner à la perfection, y compris en situation de sous-couverture, sans que cela puisse ou doive légitimer cette sous-couverture. Au final, la simulation de crise consiste à garantir la capacité de paiement sans ventes d'urgence. Les mesures à cet effet doivent être établies ex ante et devraient être communiquées aux assurés. ■

OLAF MEYER  
PRÉSIDENT  
DE LA FONDATION  
COLLECTIVE  
PROFOND



PUBLICITÉ



Les Trophées Francophones du Cinéma 2016 à Beyrouth

Lundi 5 décembre à 21h00

Cérémonie présidée par **Costa-Gavras**, animée par **Rita Hayek** et **Reda Saoui**, en présence d'**Abderrahmane Sissako**.

Pour tout savoir : [trophees-francophones.org](http://trophees-francophones.org)

**TV5MONDE**

La chaîne culturelle francophone mondiale

[tv5monde.com](http://tv5monde.com)

## La gestion doit sortir de son arrière-boutique

**L'INVITÉ** En France, à partir de l'année prochaine, la loi obligera les conducteurs d'automobile à remiser au garage les vitres teintées derrière lesquelles ils se dissimulent. Il sera interdit de monter à l'avant des véhicules des pare-brise ou des vitres qui n'offriront pas au moins 70% de luminosité. Sans vouloir forcer le trait, la gestion de portefeuille «made in Switzerland» serait bien inspirée elle aussi d'abandonner les vitres teintées et de rendre sa conduite un peu plus transparente.

Attention, il n'est pas question de dresser ici un acte d'accusation à l'encontre des gérants de fortune. Dans leur secteur, ce sont de vrais orfèvres, mais, comme tous les grands artisans, ils éprouvent quelque peine à sortir le nez de leur arrière-boutique. Dans un pays qui a longtemps érigé le secret bancaire en valeur fondamentale, on comprend la peine qu'ils éprouvent parfois à sortir au grand jour.

C'est pourtant dans le domaine de la communication qu'il leur faut aujourd'hui accomplir de sérieux progrès, et plus particulièrement dans celui de l'information délivrée aux clients sur les performances de leur compte. Cette information relève presque du trou noir. Elle existe, elle est abondante, mais elle a du mal à se matérialiser. Les clients n'en récupèrent jamais que des éléments parcellaires, limités le plus souvent au rendement brut, en l'absence de toute échelle de valeurs.

La mesure du risque, ne serait-ce qu'au travers de la volatilité, ou les contributeurs de performance n'apparaissent que rarement sur les écrans radars. Les repères manquent, que ce soit par rapport au niveau de risque que les gérants supportent pour produire des rendements ou par rapport aux performances que d'autres gérants obtiennent dans des styles de gestion identiques. A performance

égale, le gérant qui s'expose à un risque moins élevé peut être en effet crédité d'un meilleur résultat. Le problème, c'est que ces données restent coincées dans les tuyaux. Les banques ou les sociétés de gestion n'affichent pas en vitrine les rendements ajustés aux risques de leurs praticiens, du moins pas encore.

A contrario, le monde de la gestion d'actifs est autrement plus prolifique, quitte à tomber parfois dans le superflu. Mois après mois, les gestionnaires de fonds remplissent jusqu'au ras des marges ces figures imposées que sont les fact-sheets. Ratio de Sharpe, ratio de Treynor, max drawdown, performances annualisées sur un, trois, cinq ans, allocations sectorielle et géographique: les performances sont disséquées sous toutes les coutures. Mieux encore, les fonds sont tenus d'indiquer leur classement au sein de leur «peer group».

### Pas d'échappatoire possible

Sans aller jusqu'à une telle profusion, la gestion de portefeuille doit se calquer d'une façon ou d'une autre sur les usages en vigueur dans la gestion d'actifs. En réalité, elle n'a pas trop le choix. D'abord parce que les outils disponibles aujourd'hui permettent le traitement et la diffusion de cette information à des coûts marginaux. Il fallait autrefois des usines à gaz pour distribuer ces données sensibles. Aujourd'hui, des applications ultra-légères – et ultra-sécurisées – se chargent de gérer tous ces flux sans accroc. Ensuite, parce que les clients n'en attendent pas moins. Autant la fin du XXe siècle a été marquée par l'hyperconsommation, autant le début du XXIe siècle l'est par l'hyperinformation.

Les internautes, une espèce de version 2.0 de l'être humain, ont tendance à ne rien consommer s'ils ne sont pas d'abord informés de tout. Or, aujourd'hui, il y a quasi-

ment autant de sources d'information qu'il y a de personnes à surfer sur le Web. Des sites comme Booking, TripAdvisor, Wikipédia, IMDb et autres fonctionnent sur ce principe collaboratif. Voilà encore peu, les étoiles du Michelin dépendaient d'une poignée de gastronomes avertis. A présent, une fois basculés sur Internet, ces guides reposent d'abord sur le système du suffrage universel. Chacun peut évaluer, poster, comparer, liker, référer, plébisciter à sa guise. Les recommandations des pairs valent alors autant que celles des experts.

La gestion de portefeuille ne peut en aucune façon se soustraire à ces nouveaux modes de consommation, à moins de vouloir doucement périr. Pour préserver sa compétitivité, pour valoriser pleinement son savoir-faire, il lui faut aujourd'hui se fondre dans cette ère digitale et en adopter les nouvelles règles, si incommodes puissent-elles paraître au début.

Pour être franc, il n'y a rien d'insurmontable pour un gérant de fortune à communiquer ouvertement sur ses performances, en garantissant bien sûr l'anonymat de ses clients, et à se soumettre ainsi aux évaluations et aux comparaisons. Bien au contraire, c'est un discours très intelligent à tenir. Du point de vue du gérant, il revient à dire qu'il ne peut garantir les meilleures performances, sachant bien que les performances passées ne peuvent en aucun cas présager les performances futures, mais qu'en revanche il mettra tout en œuvre pour y parvenir, de la manière la plus transparente qui soit. ■

NICHOLAS HOCHSTADTER,  
PERFORMANCE NETWORK

