

14 JUIN 2017

Nous sommes heureux de partager avec vous les réflexions de Philippe DESFOSES sur des sujets éminemment importants.

Philippe au travers de son expérience et des responsabilités qui sont les siennes à l'ERAFP (Etablissement de Retraite additionnelle de la Fonction Publique) est un contributeur écouté au cœur même de nos métiers.

Nous remercions Philippe d'avoir accepté d'élargir la diffusion de ses idées au cercle des lecteurs de nos lettres de recherche.

Nous vous en souhaitons bonne lecture,

Nicolas DUBAN

Comment sortir du fléau du court-termisme ?



**Philippe
DESFOSES**

Directeur de
l'ERAFP

Le court-termisme est un fléau. Nous le savons tous. Qu'est ce qui nous intoxique au point de nous rendre incapables d'adopter un modèle différent ?

Il faut tout d'abord poser un triple constat :

- Primo, l'allocation d'actifs d'un investisseur institutionnel associe selon des proportions qui lui sont propres des actifs cotés et des actifs non-cotés. Avec des actifs tels que l'immobilier, le Private Equity ou les infrastructures, en bref des actifs non cotés, il n'y a pas de cotation qui donne un prix à chaque instant. Les investisseurs reçoivent selon une périodicité plus ou moins grande des rapports qui établissent une valorisation de ces actifs. Cette évaluation est déterminée par des experts qui utilisent des méthodes que nous

acceptons parce qu'elles nous paraissent justes.

Pour les actifs cotés c'est différent. Chaque matin, à peine assis à leur bureau, les opérateurs de marché allument leur écran. Ils veulent tout de suite savoir si leur portefeuille a « performé » ou « contre-performé » pendant la nuit.

- Secundo, les benchmarks qui servent à comparer les performances de gestion des uns et des autres évoluent aussi pendant la journée. Comme chacun sait, personne n'a jamais été licencié pour avoir fait subir une perte à un client tant que le benchmark de référence a enregistré une perte supérieure. C'est pourquoi les directeurs de la gestion hésitent à s'éloigner d'un benchmark même s'ils pensent qu'il n'est pas adapté.
- Tertio, tant qu'il n'y aura pas une approche différente pour estimer si l'allocation d'actifs permet d'obtenir un bon adossement des engagements de passif à l'actif, les administrateurs continueront de se concentrer sur la performance de cet actif.

Lors d'une table ronde organisée par le *Milken Institute*¹, Chris Ailman, Directeur de la gestion de Calster, Scott Evans, Directeur de la gestion du système de retraite

¹ Taking the Long View: The Dangers of Short-Termism Wednesday, Los Angeles, May 4, 2016
<http://www.milkeninstitute.org/events/conferences/global-conference/2016/panel-detail/6248>

de la ville de New York, Vicky Fuller, Responsable du fonds de pension de l'Etat de New York et Hiromichi Mizuno, Directeur général du GPIF ont échangé sur les dangers du court-termisme. Ils ont tous fait part de leur désarroi devant la pression qui s'exerce en faveur de reportings trimestriels ou mensuels, alors qu'ils gèrent des engagements dont la durée est comprise entre 20 et 30 ans.

En fait, les fonds de pension, aussi bien que les fonds souverains, sont des sortes de «véhicules» (pass through) qui doivent assurer un transfert de revenu dans le futur dans le respect de l'équité intergénérationnelle.

M. Hiromichi Mizuno a souligné pour sa part que GPIF a un horizon de temps d'investissement de 100 ans ...

Alors que doit-on et que peut-on faire?

Les fonds de pension investissent conformément à l'allocation stratégique d'actifs décidée par leur organe de gouvernance. Pour les administrateurs d'un fonds de pension, cette allocation doit assurer l'équilibre entre rendement et risque qui leur permet de compter sur un rendement de l'actif suffisamment prudent par rapport au taux d'actualisation de leurs engagements de passif.

La gestion de l'adossement du passif est l'essence même de la gestion des fonds de pension dont le véritable défi est d'obtenir un retour sur leurs investissements qui soit au moins égal au taux d'actualisation du passif, mais pas seulement pour les 3 ou 4 prochaines années, mais bien pour au moins la durée de ces engagements.

À ce propos, le bon benchmark pour déterminer si un fonds est géré de manière prudente et adaptée serait d'analyser l'évolution dans le temps du ratio de couverture du fonds évalué :

- à partir d'une valorisation en valeur historique des actifs (c'est la couverture comptable du fonds) puis à partir d'une valorisation en valeur de marché de ces actifs (c'est la couverture économique des engagements ou « mark to market »),
- et en utilisant un taux d'actualisation prudent des engagements de passif.

Si le ratio de couverture « mark to market » diminue, cela signifie que le fonds de pension est de moins en moins capable de revaloriser les droits de ses bénéficiaires. Si le ratio de couverture, sur la base des valeurs historiques baisse au point de se rapprocher du seuil de 100 % cela signifie que le fonds arrive près du point où, s'il était mis en extinction (« in run off »), il risquerait de ne pas avoir suffisamment d'actifs

pour payer la dernière prestation due au dernier de ses bénéficiaires... ce qui est une perspective inacceptable !

Dans le cas de l'ERAFP, un stabilisateur automatique a été conçu et adopté par son Conseil d'administration pour éviter de se retrouver un jour dans une telle situation. Sa Charte de pilotage définit les règles qui encadrent les revalorisations des droits et prestations retraite. Elle prévoit surtout que, lorsque le taux d'actualisation calculé à partir du rendement prudemment estimé de l'actif devient inférieur au taux escompté (taux utilisé pour tarifier le régime et en quelque sorte déjà « distribué » aux bénéficiaires), des mesures d'ajustement sont adoptées. Non seulement le Conseil d'administration de l'ERAFP a créé ces règles, mais il les a déjà appliquées.

Ainsi en 2015, le prix payé pour acheter un point de retraite RAFP a été augmenté de 4,5 % puis de nouveau de 4,5% en 2016. Pour assurer un partage équitable de l'ajustement entre les cotisants les plus jeunes et ceux qui partent actuellement à la retraite, ces derniers devront désormais avoir atteint l'âge légal de départ à la retraite, soit 62 ans, pour commencer à percevoir un supplément de retraite en cas de départ différé (ils obtiendront donc à partir de 62 ans ce qu'avant la retarification ils obtenaient à 60 ans).

Pour conclure, c'est une erreur d'utiliser la volatilité pour évaluer le risque d'un portefeuille de fonds de pension.

Que signifie la variation quotidienne de la valorisation d'un portefeuille pour un investisseur dont l'horizon de placement se situe à 30 ou 40 ou 50 ans ?

Il est plus que temps que les régulateurs écoutent les grands investisseurs de long terme et réalisent l'absurdité d'une situation bien résumée par l'exemple ci-après.

Si nous avons acheté des obligations autrichiennes avec une échéance à 70 ans, qui ont été émises il y a quelques semaines, nous n'aurions pas dû faire de stress test pour déterminer leur réaction à de fortes variations de taux (même si sur une telle période on peut être sûr que leur prix de marché variera inévitablement fortement...). Cette position est justifiée par le fait que l'ERAFP est présumé rester un investisseur qui conserve ses titres obligataires jusqu'à maturité (stratégie « buy and hold »).

Comment peut-on se sentir à l'aise en achetant une obligation qui rémunère à 1,58 % pendant les 70 prochaines années alors que la politique « non orthodoxe » de la BCE a complètement distordu l'univers des rendements des actifs et que, ce qui par un abus de langage est encore appelé un marché (le « marché obligataire ») est dominé par un acteur qui a

lui seul détient une grande partie de la dette publique et privée des agents économiques européens.....

Ne serait-il pas mieux d'investir dans des actifs qui protègent efficacement contre l'inflation, comme les actions ou le non coté, même s'ils sont plus volatiles pour les uns et sans prix de marché pour les autres (mais des évaluations à dire d'expert) ?

Il est grand temps que nous nous débarrassions de ce dogme du court-termisme.

Une façon de réduire la pression serait tout d'abord que nous autres, grands investisseurs institutionnels, ne produisions plus de rapports sur la performance annuelle de nos portefeuilles, mais plutôt une moyenne de la performance de l'actif calculée sur les 4 à 5 dernières années.

² « Je ne me soucie pas de ce que CalPERS a obtenu l'année dernière » (aiCIO le 17 juillet 2012)

Dans un éditorial à charge, Kip McDaniel, Rédacteur en chef d'aiCIO dénonce les journalistes et ceux qui considèrent les performances annuelles des investissements, plutôt que les résultats à long terme comme critères de succès des investissements des fonds publics.

aiCIO est un magazine pour les directeurs de gestion institutionnelle.

Encore une fois, quel est le plus important ? N'est-ce pas d'obtenir un rendement de l'actif (IRR) suffisamment élevé pour donner une assurance raisonnable aux administrateurs que le taux d'actualisation utilisée pour calculer la valeur actuelle des engagements est prudent et que l'adossement de ces engagements est assuré sur des bases solides ?

Oui, Kip McDaniel² a raison, nous ne devrions pas nous soucier du rendement qu'a dégagé l'actif de Calpers cette année.....

Philippe DESFOSES

Directeur de l'ERAFF



CONVICTIONS
Asset Management

15 bis rue de Marignan, 75008 Paris - Tél. : +33 (0)1 70 37 39 50 - Fax: +33(0) 1 42 25 51 18
e-mail : info@convictions-am.com. Agrément AMF : GP0800033 - RCS Paris B 494 909 906
www.convictions-am.com • http://twitter.com/convictions_am

Avertissement. Convictions AM est une marque déposée. Ce document est la propriété de Convictions AM. Toute utilisation de ce document non conforme à sa destination, toute diffusion totale ou partielle à des tiers est interdite, sauf accord exprès de Convictions AM. La responsabilité de Convictions AM, de ses filiales ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation, d'une diffusion totale ou partielle de ce document non conforme à sa destination. Toute reproduction totale ou partielle de ce document, des logos, des marques ou de tout élément figurant sur ce document est interdite sans autorisation préalable de Convictions AM. De même, tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale est interdit sans son consentement.