

CLÉS POUR LE MARCHÉ par Olivier Davanne et Thierry Pujol

# La bombe des fonds de pension

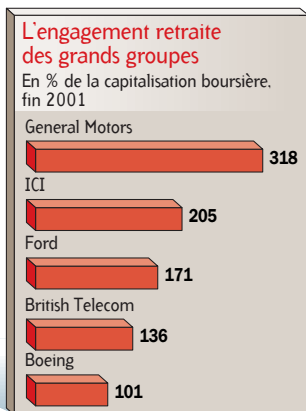
Chaque mois, Enjeux donne la parole à deux spécialistes, associés de DPA Conseil, qui analysent la stratégie patrimoniale à adopter par les particuliers qui souhaitent investir sur les marchés financiers.

Quelle est la principale activité de General Motors : la fabrication de voitures ou la gestion de l'épargne retraite ? Pour produire ses voitures, GM a investi 35 milliards de dollars dans ses équipements (terrains, usines et machines en valeur de bilan), financés notamment par une dette à long terme de 14 milliards de dollars. Dans le même temps, GM avait investi à la fin de l'année dernière 80 milliards de

dollars sur les marchés financiers au travers de différents fonds de pension pour couvrir les engagements pris envers ses salariés. Des fonds évalués par les actuaires à environ 140 milliards de dollars, au titre des retraites (80 milliards) et de la couverture maladie (60 milliards). Comme pour la plupart des fonds de pension privés américains, environ la moitié de ces réserves est placée en actions. Quand les Bourses perdent 10%, les réserves de GM baissent donc de 4 milliards de dollars, soit plus de 15% d'une capitalisation boursière de 25 milliards de dollars. Ce choc sur son bilan n'affecte toutefois que graduellement son compte de résultat, à travers une augmentation de ses versements aux fonds de pension. A l'inverse, les années d'euphorie boursière avaient considérablement allégé pour GM le coût des retraites de ses employés. Et GM n'est pas la seule entreprise à être très exposée aux fluctuations boursières à travers son fonds de pension (voir graphique).

Les fonds de pension traditionnels dits à prestations définies, où les entreprises garantissent les retraites futures et assument les risques financiers sur les placements, peuvent ainsi jouer un rôle d'accélérateur de baisse quand les marchés sont mal orientés. Les investisseurs se méfient alors, à juste titre, des entreprises ayant des engagements retraite importants et de plus en plus mal provisionnés. Cette défiance ira croissant : beaucoup d'observateurs sous-estiment toujours la sous-capitalisation de la plupart des fonds de pension suite au krach lent des dernières années. Par ailleurs, pour réduire à l'avenir leurs risques et en quelque sorte se recentrer sur leur vrai métier, beaucoup d'entreprises limitent les engagements retraite pris envers leurs nouveaux salariés et/ou réduisent la part des actions dans les placements de leur fonds de pension. Au total, les fonds de pension traditionnels seront vraisemblablement vendeurs nets d'actions dans les années qui viennent.

Cette pension à vendre en période de baisse des marchés n'est pas propre aux fonds de pension à prestations définies. Dès que l'épargnant bénéficie d'une garantie sur son capital futur ou sur la rente qui lui sera versée, l'institution qui a offert cette garantie (fonds de pension, compagnie d'assurance-vie, Sicav actions à capital garanti) est incitée, voire parfois contrainte, à alléger ses placements en actions quand les marchés baissent. Or les ménages, des salariés américains ou anglais avec leurs fonds de pension à prestations définies aux épargnants français avec l'assurance-vie, sont très friands de produits garantis. Mais qui joue alors le rôle d'investisseur en dernier ressort, prêt à prendre le risque des actions en cas de krach ?

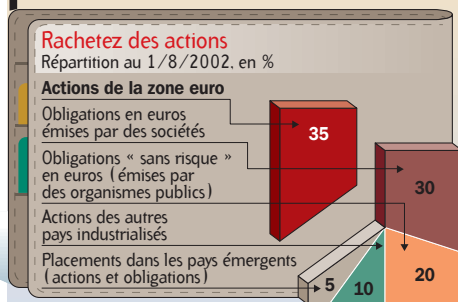


dollars sur les marchés financiers au travers de différents fonds de pension pour couvrir les engagements pris envers ses salariés. Des fonds évalués par les actuaires à environ 140 milliards de dollars, au titre des retraites (80 milliards) et de la couverture maladie (60 milliards). Comme pour la plupart des fonds de pension privés américains, environ la moitié de ces réserves est placée en actions. Quand les Bourses perdent 10%, les réserves de GM baissent donc de 4 milliards de dollars, soit plus de 15% d'une capitalisation boursière de 25 milliards de dollars. Ce choc sur son bilan n'affecte toutefois que graduellement son compte de résultat, à travers une augmentation de ses versements aux fonds de pension. A l'inverse, les années d'euphorie boursière avaient considérablement allégé pour GM le coût des retraites de ses employés. Et GM n'est pas la seule entreprise à être très exposée aux fluctuations boursières à travers son fonds de pension (voir graphique).

Les fonds de pension traditionnels dits à prestations définies, où les entreprises garantissent les retraites futures et assument les risques

## VOTRE PORTEFEUILLE

### Des cours plus attractifs



Ce portefeuille a été défini avec un CAC 40 à 3 300 et un Euro Stoxx 50 à 2 700. La forte baisse des marchés européens ces derniers mois a plusieurs causes : la baisse du dollar (défavorable aux entreprises internationalisées), les scandales comptables aux Etats-Unis et le retrait des marchés de certains fonds de pension et compagnies d'assurance-vie fragilisés par le krach lent des dernières années. Pour l'investisseur à long terme, ces ventes ont eu l'avantage de ramener les cours à des niveaux très attractifs. Nous recommandons donc, comme après le 11 septembre, de renforcer la part des actions en portefeuille. Les actions de la zone euro passent ainsi de 25% à

35% du portefeuille (elles seraient ramenées à 30% avec un CAC 40 à 3 800). La volatilité devrait rester forte au cours des prochains mois, compte tenu des incertitudes de la conjonction et des difficultés de certaines institutions gérant de l'épargne garantie. Ce portefeuille s'adresse à des investisseurs ayant un horizon de placement d'environ dix ans et une « audace » moyenne. Il est bâti selon une approche dite « fondamentale », où la part des placements dépend surtout des perspectives de rendement dans la durée. On trouvera sur [www.dpaconseil.com](http://www.dpaconseil.com) des précisions sur les différents styles de gestion et la construction de ce portefeuille de référence.