

# COMPARAISON ENTRE LES COMPORTEMENTS EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENTS DES FONDS DE PENSION EUROPÉENS

INCIDENCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS EN EUROPE

Dr STEFAN HEPP \*  
MORGAN STANLEY INTERNATIONAL - LONDRES

**L**a plupart des pays européens ont vu leur structure démographique changer de façon spectaculaire dans les années 1970. L'effondrement des taux de natalité et l'allongement de la durée de vie entraînent un vieillissement rapide de la population européenne. Cette bombe à retardement est capable, en explosant, de provoquer des turbulences politiques et socio-économiques. Des tensions commencent déjà à se faire sentir et les dirigeants dans chaque pays ne possèdent pas de réponse immédiate aux problèmes encore plus complexes qui ne manqueront pas de se poser à la suite de la dénatalité observée depuis ces dix dernières années environ. Ces problèmes sont liés aux bouleversements constatés dans le tissu social des pays occidentaux : du rôle nouveau joué par les femmes dans la vie économique au recours aux moyens contraceptifs et aux traitements médicaux sauveurs de vies humaines, en passant par la disparition des communautés rurales.

Si elles se confirment, ces tendances démographiques seraient susceptibles d'entraîner une pénurie de ressources s'accompagnant d'une exacerbation des conflits d'intérêts au sein des sociétés. Le degré d'intensité de ces antagonismes est lié au poids des populations vieillissantes sur l'expansion économique. Certains économistes prétendent que la diminution de la population jeune pourrait ralentir la croissance en limitant la demande de biens et de services. D'autres plus optimistes, soutiennent qu'en matière de ressources humaines disponibles, la qualité importe plus que la quan-

135

tité. Les tenants de cette thèse soulignent le niveau élevé de formation et d'enseignement des enfants nés de l'explosion démographique de l'après-guerre.

Les options peuvent diverger quant aux conséquences économiques, nul ne conteste en revanche les chiffres catastrophiques. Le taux de natalité d'une société ne doit pas baisser au-dessous de la barre de 2,1 enfants pour 1 femme si l'on veut éviter une contraction inexorable de la population. En Allemagne, par exemple, il a chuté sous le taux de remplacement de la population au cours des années 1970. On prévoit une stagnation de la population malgré le poids de la réunification qui retardera le vieillissement démographique. Toutefois, la proportion de retraités au sein de la population globale devrait croître, passant de 15 % en 1985 à environ 23 % en 2025. La situation est identique dans les autres pays européens bien que le phénomène du vieillissement touche moins les populations des nations d'Europe du Sud. C'est également au sein des économies industrialisées qui ont généralement mis en place les régimes de sécurité sociale les plus développés qu'il est le plus accentué. Des conflits entre générations ne vont pas manquer d'apparaître à mesure que le financement des régimes de pension et de prévoyance publics connaîtra des difficultés croissantes à la fin du siècle. Aujourd'hui trois personnes actives environ sont nécessaires pour financer les pensions que l'Etat verse à chaque retraité. D'ici 2030, si les tendances démographiques et l'évolution de la population active se poursuivent, il n'y aura seulement que deux travailleurs pour supporter le coût des prestations perçues par chaque retraité. Chaque cotisant devra verser proportionnellement, au moins 50 % de plus, que sa contribution actuelle pour financer le même niveau d'allocation. De leur côté, les retraités verraient leur pension réduite de façon spectaculaire. Le système pourrait aussi être paralysé bien avant.

Les gouvernements qui s'efforcent de trouver un moyen de réformer leur régime de pension déclenchent souvent des vagues de mécontentements et s'attirent les griefs des lobbys de plus en plus puissants qui représentent les retraités. Dans certains pays, la moindre velléité affichée de repousser légèrement l'âge de la retraite a fait naître des mouvements de colère au sein du public. Le recours croissant aux régimes de pension privés montre également que les citoyens doutent de plus en plus de la pérennité des régimes de retraite publics malgré les affirmations contraires des autorités.

Alors qu'en Grande-Bretagne existe une tradition ancienne de régimes de pensions professionnels, la France et sa voisine l'Allemagne, ont jusqu'à présent concentré leurs efforts presque exclusivement sur la réforme du régime de retraite public en veillant à le maintenir comme fondement du régime de prévoyance pour les personnes âgées et encourageant le recours aux régimes de retraites privés en accordant des avantages fiscaux sur les produits d'assurance-vie. La Suisse, l'Espagne et, de plus en plus, l'Autriche,

ont en revanche, décidé de développer les régimes de pension par capitalisation comme source de financement des retraites. Cette politique suppose que les jeunes générations sont généralement non seulement mieux formées et plus flexibles que leurs parents, mais qu'elles sont aussi appelées à être beaucoup plus riches. La forte expansion économique qu'ont connu les pays occidentaux depuis la fin de la seconde guerre mondiale explique que les parents laissent à leurs enfants plus de biens qu'ils n'en ont hérité eux-mêmes des leurs. Cela signifie qu'une fraction beaucoup plus importante de la population sera en mesure de financer sa retraite et les soins médicaux nécessaires. Bien que ceci soit vrai pour un certain nombre de pays européens, la Suisse a été la première à reconnaître que le régime de sécurité sociale public était en perte de vitesse et à mettre en place en 1985 un régime de pension professionnel obligatoire. Ce « deuxième pilier » de la sécurité sociale est destiné en partie à se substituer aux allocations du régime de pension public comme source de revenu des retraités et à permettre à l'ensemble des assurés sociaux de conserver le même niveau de vie que durant leur vie active. Si ce concept s'avère efficace, le débat ne manquera pas de renaître dans les autres pays européens confrontés à des difficultés identiques.

Changer le régime de pension d'un pays peut influencer sur la structure de l'épargne privée et collective. Ce qui, à son tour, est susceptible d'infléchir le volume et la répartition de la demande nationale de placements financiers. Toute concentration de la demande de biens déterminée par le rôle croissant des régimes de pension par capitalisation est susceptible d'avoir des incidences sur l'organisation du marché, le commerce des valeurs, les coûts de transaction et la demande de services financiers.

137

#### *Incidences de la sécurité sociale sur la structure de l'épargne*

Au cours des dix dernières années les incidences de la sécurité sociale sur la consommation et l'accumulation du capital ont été l'objet d'un débat animé qui a fait la distinction entre les régimes de prévoyance par répartition et les régimes de pension entièrement financés par capitalisation. Un régime de sécurité sociale au budget équilibré prélève des taxes sur les consommateurs en âge de travailler et utilise les revenus pour payer les allocations sociales des retraités. La mise en œuvre d'un régime de pension n'a pas d'incidence sur la consommation ou l'accumulation de capitaux privés si les consommateurs adaptent leur patrimoine de manière à compenser les transferts financiers globaux entre générations qu'ils supportent de ce fait<sup>1</sup>. Cependant, ce système exige que le montant total du capital accumulé possible dépasse la somme des transferts entre générations

<sup>1</sup> Ceci a été démontré par Barro, « NetWealth », pp. 1095-1107.

généérés par la sécurité sociale et que le système soit équilibré, c'est-à-dire que les prestations soient définies avec certitude et ne changent pas en fonction des cotisations.

En réalité, les deux conditions qui rendent les pensions de sécurité sociale inadaptées à l'épargne privée ne sont pas réunies. Les taux des cotisations sont habituellement plutôt « inertes », c'est-à-dire qu'ils ne réagissent pas rapidement aux changements constatés dans la taille relative du groupe de cotisants et de bénéficiaires. Tant que ces fluctuations résultent des mouvements cycliques de l'emploi, le sous ou le surfinancement du système qui en découle est provisoire. Mais, dès que des changements structurels interviennent dans la composition démographique, ce déséquilibre peut persister très longtemps. En fait, la forte croissance de la main-d'œuvre ainsi que la hausse du salaire réel au cours des années soixante et soixante-dix ont fait gonfler les cotisations qui se sont donc accumulées en excédent. Ce phénomène, à son tour, a permis des réajustements fréquents et substantiels des indemnités de retraite servies par l'Etat, schéma qui se reproduit dans de nombreux pays européens. Si les assurés sociaux ont calculé leurs revenus futurs en anticipant des hausses de prestations, il est tout à fait vraisemblable que la prise de conscience grandissante du problème de financement que commence à connaître le régime de sécurité sociale public déclenchera une réévaluation du niveau souhaitable de l'épargne privée comme source de revenus lors de la retraite. La révision à la baisse des allocations futures escomptées par rapport aux cotisations versées conduira généralement à faire naître une volonté d'accroître le niveau de l'épargne privée à amasser durant la période de vie restant jusqu'au départ en retraite.

L'ampleur de la révision à la baisse des prestations de retraite espérées dépend de facteurs comme le mode d'indexation des indemnités, la situation financière actuelle du régime de pension public, les perspectives économiques et démographiques (c'est-à-dire le salaire réel et l'inflation). Le nouveau niveau d'épargne souhaitable devrait aussi refléter la perception des risques entourant les anticipations relatives aux indemnités futures.

Cette réévaluation se traduira directement par une croissance de l'épargne privée comme source de revenus en vue de la retraite. L'explosion des revenus générés par les primes d'assurance-vie en Allemagne, en France et en Italie depuis 1982/83 laisse entendre que ce phénomène est déjà engagé. Ce n'est donc pas la mise en œuvre de régimes de pension professionnels, mais l'évolution des anticipations en matière de prestations futures des régimes de retraite public qui stimulera l'accumulation de l'épargne privée. Il est nécessaire de comprendre la structure des cotisations et des prestations ainsi que la couverture du régime de pension public

pour pouvoir explorer les schémas possibles de constitution de l'épargne privée.

*Les incidences des fonds de pension professionnels sur l'épargne globale*

Contrairement aux régimes de prévoyance par répartition, la mise en œuvre d'un régime de pension par capitalisation n'influe pas sur la consommation ou le stock de capital national parce qu'il introduit un mécanisme différent de constitution de rente qui en lui-même n'affecte pas le niveau souhaité des allocations de retraite <sup>2</sup>.

Les incitations fiscales permettent d'accroître les attraits de la consommation différée par rapport à la consommation immédiate et entraînent donc une augmentation de l'épargne. Lorsque l'on parle de fiscalité et d'épargne en vue de la retraite, on observe fréquemment que les retraités se trouvent dans une tranche d'imposition inférieure à celle à laquelle ils étaient soumis durant leur vie active. Le gouvernement peut en outre recourir aux incitations fiscales (déductibilité partielle de l'épargne constituée en vue de la retraite des revenus imposables actuels) pour stimuler l'épargne en vue de la retraite et réduire la consommation immédiate.

Si le gouvernement opte pour des moyens directs plutôt qu'indirects pour promouvoir l'épargne-retraite en rendant par exemple obligatoire les régimes de pension professionnels, la structure de l'épargne sera déterminée par le taux de rendement après imposition de cette constitution de rente forcée par rapport aux taux du marché de l'assurance privée. Si les taux de rentabilité des régimes de pension professionnels sont inférieurs à ceux d'une assurance privée, le volume d'épargne nécessaire pour un niveau donné de prestation est plus important que dans le cas d'un régime d'assurance privé. Dans ces circonstances, le choix entre consommation immédiate et consommation différée (c'est-à-dire au moment de la retraite) est moins favorable et les agents économiques devraient opter pour le moyen terme avec un niveau d'allocations-retraite relativement plus faible et épargner légèrement plus qu'ils ne le feraient s'ils étaient libres de souscrire une assurance privée. Un régime de pension professionnel obligatoire proposant un taux de rendement après imposition inférieur à celui d'une assurance privée se traduit donc par des pertes en matière de prestations.

Certains pays ont eu recours à la fois à un moyen indirect en offrant des incitations fiscales pour les assurances privées et à un régime de pension professionnel obligatoire pour promouvoir l'épargne individuelle en vue de la retraite. Il convient donc d'examiner les taux de rendement des

---

2 Voir Abel : *Aggregate Savings*, pp. 131-157 pour les fondements théoriques de ce concept.

investissements réalisés dans le cadre des régimes de pension professionnels, la structure des allocations et des contributions ainsi que la rentabilité des autres produits de placements pour être en mesure de répondre à la question de savoir si ces régimes de pension sont susceptibles de se traduire par des pertes en matière de prestations et d'entraîner une augmentation de l'épargne globale. Dans certains pays, comme la Grande-Bretagne, les retours sur investissements des régimes de pension, parfaitement transparents, sont le fruit de la compétition qui s'exerce librement sur le marché de la gestion des capitaux.

Dans d'autres pays comme l'Allemagne, les actifs des régimes de pension ne sont pas identifiés dans les bilans des entreprises mais figurent plutôt comme provisions pour retraite. Le financement de ces pensions n'est en effet pas prévu et l'aptitude à payer les indemnités de pension est déterminée dans une large mesure par le cash flow futur de chaque entreprise. Les règles qui régissent les transferts des droits acquis revêtent un aspect important car elles déterminent, en même temps que la possibilité de retrait anticipé de l'épargne constituée, le rendement attendu de cette rente forcée. Si les rendements de l'épargne accumulée pour la retraite ou même, si les droits acquis ne sont pas totalement transférables d'une caisse de pension à l'autre, la valeur actuelle escomptée des futures prestations d'un régime de pension dépendent du nombre et de la cadence de changement volontaire d'emploi qu'envisage le cotisant. Les salariés devraient pouvoir exiger une prime sur les bénéfices après impôt pour compenser le risque de perdre certains droits lors d'un changement volontaire d'emploi si ces droits ne sont pas pleinement acquis.

140

*Les conséquences de la mise en place de régimes de pension professionnels obligatoires sur les marchés financiers nationaux*

Les régimes de pension professionnels ont contribué dans une large mesure à la collectivisation de l'épargne dans des pays comme les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni. Une évolution identique peut être observée en Suisse où la tendance devrait se renforcer au fur et à mesure que l'application obligatoire de régimes de pension professionnels augmentera le nombre des assurés sociaux et drainera des flux de capitaux vers les caisses de retraite. Les facteurs démographiques contribueront également à gonfler ces masses de capitaux puisque la population active continuera de croître jusqu'au début de la décennie 1990. La croissance de l'épargne collective s'accompagne souvent d'un renforcement de la concentration de la demande de produits de placement nationaux c'est-à-dire, concrètement, d'une institutionnalisation de la gestion des avoirs.

Sur les places financières qui ne profitent pas de la présence forte

d'investisseurs institutionnels puissants, le processus de désintermédiation (tout particulièrement le financement du marché de capitaux et l'essor des services financiers comme la garde des titres en dépôt, la gestion de portefeuille et les services de courtage) est intervenu assez lentement.

L'accentuation de l'institutionnalisation s'accompagne du renforcement du poids, sur le marché, d'un nombre limité de pools de capitaux géants qui gèrent ces actifs. Les puissantes caisses de retraite et les compagnies d'assurance-vie constituent des exemples parfaits de ces institutions. La concentration des avoirs entre leurs mains renforce leur pouvoir pour négocier une baisse des coûts de transaction et pourrait éventuellement entraîner une suppression pure et simple des commissions fixes. Le phénomène d'institutionnalisation conduit en outre à une augmentation du volume des transactions. Les investisseurs institutionnels ont également joué un rôle déterminant sur l'essor et le succès des marchés à terme et d'option car l'importance de leurs portefeuilles justifie le développement d'une expertise et l'acquisition d'un savoir faire qui sont tous deux indispensables pour mettre en œuvre des stratégies complexes en matière d'assurance de portefeuille et d'opération de couverture à terme ainsi que du négoce de produits dérivés.

En définitive, ces institutions font naître une demande de services pointus et élaborés en matière de gestion de portefeuille qui devrait normalement conduire à l'amélioration de l'offre du secteur financier local. Cette situation est susceptible de renforcer la compétitivité internationale des maisons de courtage et des banques nationales. La croissance de la taille du portefeuille institutionnel moyen poussée par le renforcement de la concentration des avoirs peut aussi intensifier la concurrence entre les intermédiaires financiers à mesure que des intervenants étrangers pénètrent sur le marché local. Il peut en résulter globalement une amélioration et un fléchissement des prix des services financiers accessibles aux institutions locales sur le marché national. La tendance à une collectivisation de l'épargne peut donc non seulement induire des coûts mais aussi générer des profits pour les régimes de prévoyance.

Le degré de concentration de la demande de produits financiers dépend de la structure du tissu industriel d'un pays, de la conception des régimes de pension et de la popularité de la gestion interne des entreprises ainsi que de la part de marché contrôlée par les intermédiaires financiers qui regroupent les actifs des différents fonds de pension. Les dispositions légales régissant les conditions de gestion des avoirs d'une caisse de pension professionnelle, l'assurance volontaire contre des risques comme le décès ou l'invalidité, les formules reconnues d'assurance-retraite et le régime fiscal des intermédiaires financiers qui administrent les avoirs de ces fonds de pension jouent un rôle déterminant sur le degré d'institutionnalisation de la demande de produits de placement susceptible

d'être constaté sur un marché financier. En Europe, le renforcement du rôle des caisses de retraite comme investisseurs institutionnels n'apparaît pas clairement et rien ne permet non plus d'en évaluer de façon probante la nature et la force. Cependant, si l'on considère dans leur ensemble les fonds de pension et l'épargne privée à long terme au travers, par exemple, des compagnies d'assurance-vie, on observe une tendance marquée à la croissance de l'épargne à long terme dans de nombreux pays occidentaux.

*Expansion des organismes collecteurs de l'épargne à long terme et de la demande de produits financiers nationaux*

La tendance à la collectivisation de l'épargne, nourrie par le rôle de plus en plus décisif des régimes de pension par capitalisation, ont abouti à l'émergence d'organismes qui se définissent par le caractère à long terme de leurs engagements. Ces établissements sont par ailleurs généralement limités dans la gestion de leurs portefeuilles par des contraintes légales qui les obligent à investir une part importante de leurs actifs en instruments financiers nationaux. Selon le volume relatif de l'offre et de la demande de ces produits, les restrictions rigoureuses en matière d'investissement peuvent très bien se traduire par des pertes substantielles de gains, les investisseurs étant contraints de détenir des portefeuilles à la rentabilité inférieure aux possibilités de placements accessibles à leurs homologues privés. Cet élément constitue probablement l'une des spécificités fondamentales de la mise en œuvre de régimes de pension professionnels obligatoires ; elle produit les mêmes conséquences que la baisse de la rentabilité après impôt des rentes constituées dans le cadre « forcé » d'un régime de pension obligatoire plutôt que par une démarche « volontaire ». Ces pertes de gains passent pour découler du caractère collectif des avoirs détenus par les investisseurs institutionnels qui sont eux-mêmes soumis à une réglementation et de la nature des restrictions aux investissements. Alors que la taille d'un portefeuille accentue les économies d'échelle de la gestion d'un fonds, l'existence de coûteuses restrictions aux investissements est propre à alourdir les coûts de fonctionnement et à contraindre les gestionnaires à investir des capitaux importants en valeurs produisant un taux de rendement peu attractif et à négliger les titres rentables qui leur sont interdits par la réglementation.

La différence la plus sensible et la plus évidente entre épargne privée et collective réside dans la délégation des pouvoirs de décision en ce qui concerne cette dernière. Les mandataires et gestionnaires de fonds des organismes institutionnels administrent des biens qui ne leur appartiennent pas. Cette spécificité qui les distingue des investisseurs privés est lourde de conséquences. Le système d'intéressement des mandataires et gestionnaires de fonds diffère de ceux des investisseurs privés. Le

comportement d'un investisseur privé qui s'engage peut être facilement décrit comme cherchant à maximaliser la rentabilité escomptée sans dépasser un seuil de risque pour un type d'investissement donné. Un organisme d'épargne collective est tenu de se soumettre à des contraintes légales et actuarielles qui, sur de nombreux marchés, portent essentiellement sur la limitation de la volatilité à court terme du prix des valeurs bien que leurs engagements soient par essence à long terme. Si des sanctions existent en cas de violation de ces seuils de risque, l'amélioration du taux de rendement minimum n'entraîne aucune récompense manifeste. Cette situation encourage une attitude défensive de la part des gestionnaires de fonds qui ne va vraisemblablement pas dans l'intérêt des personnes affiliées au fonds et ne contribue pas à limiter les pertes de gains.

Ces restrictions aux investissements constituent en outre, de véritables obstacles à la circulation des capitaux et produisent donc des effets comparables à ce que l'on observait avant la suppression du régime de contrôle des changes. La mise en place d'une monnaie unique en Europe ne pourra pas se faire sans heurts si les différences persistent entre les réglementations régissant les investissements. Le concept traditionnel d'investissement national demande au moins à être redéfini dans le cadre plus large d'investissement européen. Même alors les différentes restrictions afférentes aux divers types de valeurs créeront des disparités en matière de concurrence si elles s'appliquent aux portefeuilles d'actifs des investisseurs institutionnels dont les placements ne sont pas optimisés au regard des risques encourus et des rendements escomptés. Ce sont vraisemblablement les compagnies d'assurance-vie qui pourront choisir la plateforme nationale la plus favorable pour conduire leur stratégie d'investissement lorsque ce marché aura été suffisamment libéralisé. Les disparités réglementaires seraient donc à même de creuser l'écart qui existe entre le développement de Londres et des autres places financières d'Europe occidentale.

143

Le prochain chapitre examine le comportement traditionnel des investisseurs institutionnels sur les marchés. Une comparaison internationale des stratégies d'investissements passées permet de comprendre les différentes méthodes de gestion de portefeuilles et la mesure dans laquelle ces approches reflètent les contraintes légales dans ce domaine.

*Comparaison internationale des stratégies d'investissements des caisses de retraite de 1970 à 1985*

Ce chapitre analyse les changements dans la composition des portefeuilles des caisses de retraites pendant la période allant de 1970 à 1985. Ces changements apparaissent en détail sur les graphiques 2.A à 2.C. Il convient de souligner que les données relatives aux fonds de pension

utilisées dans ces tableaux concernant exclusivement les régimes privés par capitalisation.

Il ressort du graphique 2.A que les obligations constituent toujours une proportion notable, bien que stable, des actifs des caisses de retraite aux Etats-Unis et en Suisse, alors qu'elles ont enregistré une progression spectaculaire au Japon. Tandis que les fonds de pension japonais ont investi à peu près 60 % de leurs avoirs sous forme d'obligations, leurs homologues suisses et américaines n'en possèdent que 40 % environ. Les fonds de pension suisses ont accru régulièrement leurs placements en obligation qui sont passées de 33 % en 1970 à 40 % en 1985. En Allemagne (ne figure pas dans le graphique), comme en Suisse, les caisses investissent une part de leurs actifs en titres à revenu fixe. Les placements à revenu fixe des fonds allemands sont cependant constitués pour une large proportion, de reconnaissances de dettes et de placements privés plutôt que d'obligations cotées en bourse.

Des changements majeurs sont intervenus au Japon où la part des obligations a progressé et au Royaume-Uni où elle a reculé. Dans les deux cas, les conditions de l'offre ainsi que le rendement ont peut-être été déterminants. Le gouvernement japonais a commencé à enregistrer un déficit important du budget du secteur public au milieu des années soixante-dix, entraînant une croissance sensible de l'émission d'obligations tandis que les organismes financiers étaient tenus d'absorber une part des titres émis par les autorités pendant cette période. Entretemps, la période de « croissance rapide » s'achevant, la demande de prêts des entreprises se contractait libérant un flux accru de liquidités à investir en obligations<sup>3</sup>. En Grande-Bretagne, le recul des avoirs obligataires s'explique largement par la réduction des obligations émises par les entreprises imputables aux niveaux élevés atteints par les taux d'intérêt au cours des années soixante-dix<sup>4</sup>.

Le graphique 2.B montre la part des actions dans le portefeuille des caisses de pensions. Durant la période de référence, la proportion d'actions détenues par les caisses de retraite britanniques a affiché une croissance d'environ 10 %. Cette expansion a été irrégulière : l'effondrement de la bourse en 1973-74 s'est traduite par un repli sensible des valeurs mobilières. La croissance a été alimentée par deux sources : apports et réévaluations. Ces dernières ont été particulièrement importantes au début des années 1980. La progression de la part des actions dans le portefeuille des caisses de retraite américaines a suivi un schéma identique, bien que moins prononcé, depuis le début des années soixante-dix. Au Japon les actifs

3 Davis, *Portfolio behavior*, pp. 12-17 ; *Financial Times*, *Pension Funds*, 21 mai 1987.

4 Fanning, *Pension Funds et Davis*, *Financial Market Activity*, p. 50.

investis en actions ont augmenté pour atteindre 16 % après s'être maintenus aux environs de 10 % pendant presque toute la décennie soixante-dix. Les caisses de retraite suisses ont affiché une hausse régulière, bien que modérée, de leur portefeuille en actions qui a grimpé de moins de 5 % en 1970 à 8 % en 1985. Le montant annuel des investissements en actions dans un portefeuille ne reflète pas une grande volatilité. Cette stabilité s'explique en partie par le fait que les actions n'apparaissent pas sous leur valeur marchande dans les bilans et que les fluctuations des cours n'entraînent pas une volatilité équivalente de la part de ces placements dans les actifs globaux. Il est également manifeste que les avoirs en actions des caisses de retraite suisses se situent très au-dessus du plafond légal de 30 % des actifs globaux. Cet état de fait reflète plus l'attitude des investisseurs institutionnels suisses que le cadre réglementaire. Les actions détenues par les fonds de pension allemands sont insignifiantes et ce n'est que ces dernières années qu'elles ont atteint un niveau digne de figurer dans des statistiques.

Le graphique 2.C fait apparaître des écarts sensibles entre l'évolution des avoirs immobiliers des caisses de retraite dans les divers pays. Au Japon, les investissements immobiliers des caisses de retraite se sont effondrés, passant de près de 30 % du portefeuille en 1970 à moins de 5 % en 1985<sup>5</sup>. Ce recul s'explique par le relâchement de l'offre immobilière et les faibles rendements de ce type d'investissement. Il montre également la stratégie relativement conservatrice des gestionnaires de portefeuille des caisses de retraite japonaises<sup>6</sup>. Leurs homologues britanniques ont amassé des biens immobiliers en grande quantité en raison de la morosité du marché boursier au milieu des années soixante-dix. On observe une forte corrélation négative entre l'évolution de la part des avoirs en action (graphique 2.B) et celle des biens immobiliers. Au début des années 1980, lorsque le marché des actions a amorcé un autre cycle d'expansion, la part des actifs immobiliers des caisses de retraite britanniques a enregistré un nouveau recul. Les investissements immobiliers constituent un placement privilégié des caisses de retraite suisses. L'accumulation des avoirs immobiliers a atteint un sommet au milieu des années 1970 avec une part égale à environ 27 % des actifs globaux. Ce pourcentage a par la suite rebaisé pour se situer aux environs de 23 %. D'aucuns ont laissé entendre que ce chiffre pourrait représenter la part souhaitable à long terme des investissements immobiliers dans un portefeuille et que la totalité de ces avoirs devrait en conséquences croître de pair avec l'ensemble des actifs des régimes de pension professionnels du secteur privé<sup>7</sup>. La préférence donnée aux investissements immobiliers ou associés à l'immobilier semble refléter un

<sup>5</sup> *Financial Times, Japanese banking, 17 février 1986...*

<sup>6</sup> *Fanning, Pension Funds et Davis, Financial Market Activity, p. 50.*

<sup>7</sup> *Juncker 2nd Pillar, pp. 46-50.*

trait spécifiquement germanique puisque les caisses de retraite allemandes font montre d'une même prédilection pour ce type d'investissement

### *Problèmes inhérents à la politique d'investissement traditionnelle*

La gestion des actifs des fonds de pension professionnels obéit à des normes fiduciaires rigoureuses qui imposent des investissements prudents s'attachant essentiellement à assurer une faible volatilité et un rendement suffisant pour garantir le service des prestations futures. Les résultats se mesurent plus à l'aune des revenus réalisés par les placements qu'en terme de taux de rendement total. Dans la plupart de pays européens où fonctionnent des régimes de pension par capitalisation, cette situation a abouti à des portefeuilles majoritairement investis en produits à revenu fixe et en avoirs immobiliers. On considérait que cette politique suffisait à assurer la garantie minimale de revenu (lorsqu'elle était prévue au contrat) et la faible volatilité requise des avoirs d'une année sur l'autre. L'appréciation réelle des biens immobiliers passait également pour préserver de façon satisfaisante le capital global, tout en produisant des revenus suffisants.

Les taux de rendement global s'établissent pour la plupart à peu près au niveau des taux de rendement actuariel à long terme (tels qu'ils s'appliquent aux compagnies d'assurance dans les pays non dotés d'une réglementation propre aux fonds de pension). L'accent mis sur la valeur nominale des titres, lorsque les taux de rendement étaient proches ou même inférieurs au taux de rendement actuariel à long terme, doit être tenu responsable de la faible appréciation réelle des avoirs. Bien que les taux de rendement actuariels aient été généralement atteints au cours de la dernière décennie, rétrospectivement, la politique passée d'investissement a supporté des coûts d'opportunité substantiels<sup>8</sup>. Il est probablement intéressant de savoir si le volume de transactions des investisseurs institutionnels a eu des incidences sur les différents marchés de valeurs nationales. Cet impact ne peut malheureusement être évalué que sur les places financières où leur activité sur le marché des valeurs est importante comme au Royaume-Uni ou, hors d'Europe, aux Etats-Unis. La structure professionnelle de ces marchés anglo-saxons diffère largement du système bancaire universel en vigueur sur le Continent.

### *Pratiques boursières et volume de transactions croissant des institutionnels*

Dans les conditions de marché actuelles, les volumes de transactions

<sup>8</sup> Voir aussi Wirtz, *Marktkonforme Rendite*, pp. 79 ; Strebel, *Anlageerfolge*, pp. 95 ; Laur, *Herausforderung*, p. 965.

propres aux investisseurs institutionnels peuvent supporter des coûts d'exécution très lourds dès qu'ils atteignent des montants supérieurs à 2-3 millions de Deutschmarks pour l'achat de valeurs refuges, et un montant aussi modeste que 500 000 Deutschmarks s'agissant de valeurs moins faciles à négocier. Cette situation contraint les investisseurs institutionnels à limiter leur champ d'action aux placements de pères de famille à forte capitalisation pour des raisons de liquidité. Ceci nous conduit à nous poser la question importante de savoir si l'institutionnalisation croissante des marchés financiers (du moins certains d'entre eux) est appelée à influencer sur leur organisation et celle du négoce des valeurs mobilières.

Dans les années 1980 l'organisation des transactions boursières est considérée dans des pays comme la Grande-Bretagne, les Pays-Bas, la France et l'Allemagne comme un frein majeur à une plus grande liquidité du marché. Les enchères s'effectuent à la criée et le prix des transactions se négocie entre vendeurs et acheteurs au coup par coup. Il n'existe pas de séparation de fonctions au sein des sociétés membres de la Bourse qui agissent pour leur compte propre et pour un client. Ce mode de transaction ne requiert pas obligatoirement les services d'un teneur de marché tant que les représentants à la corbeille des sociétés de bourse acceptent de communiquer au marché des ordres à cours limités qui sont enregistrés et exécutés conformément aux règles existantes. Le système de cotation à la criée n'assure toutefois pas nécessairement la liquidité du marché parce que les sociétés membres ne sont pas tenues de se porter contrepartie en l'absence de demande publique, de même que la cotation des cours ne garantit pas un volume de transaction minimum. En Grande-Bretagne cette situation a entraîné la déréglementation de la Bourse de Londres et, en France, une série de réformes moins spectaculaires visant à améliorer l'efficacité du marché ont vu le jour.

L'essor du marché des dealers a pesé sur la gestion des coûts de transactions et la structure des opérations des investisseurs institutionnels à l'étranger. Comme le terme l'indique, les marchés de dealers sont structurés autour de professionnels qui, au lieu de traiter les ordres publics à titre d'agent, exécutent les transactions pour leur compte propre. Un exemple classique de marché de dealers est le marché hors-cote américain sur lequel les principales maisons de courtage interviennent de plus en plus pour leur compte propre sur les blocs de titres échangés par les investisseurs institutionnels<sup>9</sup>. Ces maisons de courtage peuvent aussi acquérir de grosses quantités de titres de manière à faciliter le traitement des demandes des clients institutionnels. Les statistiques concernant les opérations boursières aux Etats-Unis, semblent indiquer que les engagements massifs effectués

9 *The Economist, Survival*, p. 76.

par le truchement des courtiers en limitant l'impact visible sur le marché de gros volumes de transactions, sert les intérêts des investisseurs institutionnels<sup>10</sup>.

Le démarrage réussi du marché d'options suisse Soffex et du marché à terme d'instruments financiers Deutsche Terminbörse (DTB) a contribué à élargir le principe d'un marché de dealers aux valeurs sous-jacentes des contrats d'options. La demande d'élargissement du marché de dealers s'explique par le fait que le succès des opérations d'arbitrage entre les dérivés et les valeurs sous-jacentes requiert une cotation en continu et la liquidité sur les deux marchés. La dichotomie entre le système de cotation à la criée qui s'applique aux transactions sur les valeurs mobilières et le système de cotation en continu existant sur le marché des dérivés a été encore plus criante depuis l'apparition d'un contrat sur l'indice du marché suisse. Les arbitrages nécessaires entre le contrat et le marché sous-jacent s'avèrent aujourd'hui quasiment impossibles.

Si l'expérience des marchés américain et britannique doit être source d'enseignement pour les autres places financières, il ressort que l'importance croissante des investisseurs institutionnels conduit à une demande d'abaissement des coûts d'exécution et de transaction. La sensibilité grandissante des investisseurs institutionnels vis-à-vis des coûts pèse de plus en plus en faveur d'une suppression des taux de commission fixes sur le marchés nationaux. Il paraît probable, que grâce à l'essor de leurs portefeuilles, les investisseurs institutionnels auront le poids nécessaire pour négocier des commissions sur la plupart des marchés européens dans un proche avenir.

La tendance à la collectivisation de l'épargne et l'importance grandissante des investisseurs institutionnels en Europe devraient, à mon sens, réduire les coûts de transaction au cours des prochaines années et encourager l'émergence des marchés de dealers, en particulier sur le marché des valeurs mobilières. A mesure qu'ils sont susceptibles d'augmenter leur portefeuille en actions, les investisseurs institutionnels rencontreront de plus en plus de difficultés pour négocier un volume de transactions suffisant étant donné que les contraintes de liquidité persisteront vraisemblablement à moyen terme.

#### *Essor des investissements transfrontières des caisses de pension et des compagnies d'assurance*

La décennie 1980 a vu évoluer sensiblement la structure de la demande de produits financiers. La tendance à la collectivisation de l'épargne, qui a été

<sup>10</sup> Voir Davis, *Financial Market Activity*, pp. 46-48 pour une description de la politique d'investissement des compagnies d'assurance-vie britanniques.

plus marquée pour les caisses de pension et les compagnies d'assurance-vie, a entraîné une augmentation des investissements nets de ces institutions et leur a assigné un rôle déterminant sur les principaux marchés financiers. Cette évolution s'est manifestée de façon plus sensible au travers de la croissance spectaculaire des engagements internationaux réalisés pour le compte des investisseurs institutionnels. Ces placements en valeurs étrangères, qui leur assurent à la fois des rendements plus élevés et une diversification des risques, peut présenter des attraits à leurs yeux.

#### *Le secteur de l'assurance-vie*

Les compagnies d'assurance-vie japonaises et britanniques ont augmenté leurs investissements à l'étranger depuis la suppression du contrôle des changes dans ces pays en 1979-1980. Sur la période allant de 1980 à 1986, la part des avoirs étrangers dans le portefeuille des compagnies d'assurance-vie britanniques a progressé de moins de 4 % à 11 % environ. Ces investissements nets ont pour l'essentiel pris la forme d'achat de valeurs mobilières<sup>11</sup>. Les compagnies d'assurance-vie japonaises ont également effectué des investissements massifs à l'étranger, notamment en obligations de l'Etat américain, malgré des pertes occasionnelles dues aux fluctuations des taux de change. Fin 1987, la part des valeurs étrangères dans leur portefeuille égalait 13,7 % environ de l'ensemble des actifs<sup>12</sup>. Alors qu'en Allemagne, les investissements transfrontières conservent une part relativement modeste et la fraction des placements étrangers dans le portefeuille des compagnies d'assurance-vie allemandes n'a pas dépassé 4 % pendant toute les décennies 1970 et 1980<sup>13</sup>. Aux Etats-Unis, les chiffres indiquent que 3,5 % seulement des actifs des compagnies d'assurance-vie sont investis à l'étranger ; les données disponibles sont toutefois loin d'être exhaustives<sup>14</sup>.

149

Leurs homologues suisses ont détenu de très petites quantités de titres étrangers jusqu'en 1987, reflétant à la fois les restrictions légales aux investissements et leur politique d'investissement. Les valeurs à revenu fixe constituaient l'essentiel de leurs placements à l'étranger.

#### *Les fonds de pension*

Les avoirs étrangers détenus par les caisses de retraite ont évolué de la même façon que ceux des compagnies d'assurance-vie bien que la taille de

<sup>11</sup> Voir Davis, *Financial Market Activity*, pp. 46-48 pour une description de la politique d'investissement des compagnies d'assurance vie britanniques.

<sup>12</sup> Source : *Salomon Brothers Inc, New York*.

<sup>13</sup> Voir *Deutsche Bundesbank, Investment policy of insurance companies since 1971*, p. 18 ; *Deutsche Bundesbank, Investment policy of insurance companies since 1975*, pp. 11-19 ; et *Deutsche Bundesbank, Investment Policy of Insurance Companies since 1979*, pp. 17-31.

<sup>14</sup> Voir *Prost/Henderson, Life insurance companies*, n.p. ; et *The Economist, Survey of insurance*, pp. 9-11 pour une estimation de la part des avoirs étrangers dans les portefeuilles.

leurs portefeuilles soit généralement plus importante. Ceci peut s'expliquer par une législation plus libérale en matière d'investissement et une structure différente des conditions financières de leurs engagements qui impliquent habituellement des échéances moyennes plus longues que pour les compagnies d'assurance-vie. Cette spécificité permet aux fonds de pension d'échapper plus facilement aux fluctuations de change que les compagnies d'assurance-vie. La part des titres étrangers dans le portefeuille des caisses de retraite britanniques a atteint environ 15 % du total des actifs en 1985<sup>15</sup>. Leurs homologues japonaises ont aussi largement diversifié leurs investissements et la fraction de leurs avoirs placés à l'étranger est passée de moins de 1 % en 1980 à 8 % en 1985<sup>16</sup>. En 1988, les placements étrangers des banques d'investissement japonaises, qui gèrent un volume important de fonds de pension, ont représenté 16,7 % de l'ensemble de leur portefeuille d'actions et 8 % de la totalité de leurs actifs<sup>17</sup>. Les caisses de retraite professionnelles allemandes ont fait montre d'une attitude plus prudente à l'égard des investissements transfrontières et leurs avoirs investis à l'étranger n'ont pas dépassé 3 % pendant toute la décennie 1980<sup>18</sup>. Selon les estimations faites par Ehrlich<sup>19</sup>, 2 % des avoirs des caisses de retraite américaines étaient investis à l'étranger en 1980. D'après d'autres sources, ces placements étrangers ne représentaient que 0,8 % du total des actifs des caisses de retraite en 1980 mais ont progressé rapidement après cette date<sup>20</sup>. Les données disponibles établissent aux alentours de 3-4 %, la part des investissements internationaux dans la totalité des biens des caisses de retraite américaines en 1985-1986 ; trois quarts de ces placements étaient constitués d'actions<sup>21</sup>. Les fonds de pension professionnels suisses ont amorcé une diversification internationale depuis le début des années 1980. En résumé, les statistiques font apparaître une tendance assez comparable à l'internationalisation croissante des investissements des caisses de retraite et des compagnies d'assurance-vie dans plusieurs pays. Cette donnée revêt une importance relativement plus grande pour les régimes de pensions. Bien que, depuis une vingtaine d'années les universitaires étudient les bienfaits de la diversification internationale<sup>22</sup>, ce n'est qu'au début de la

15 Voir Davis, *Financial market Activity*, pp. 54-56 et *Financial Times*, *Pension fund survey*, p. 7.

16 *Financial Times*, *Japanese banking*, p. 5.

17 *L'information vient de Salomon Brothers Inc*, New York.

18 *Deutsche Bundesbank*, *Company pension schemes*, pp. 30-37.

19 Ehrlich, *Diversification by US pension funds*, pp. 1-14.

20 Voir Goldman Sachs, *World Equity Markets*, p. 143.

21 Voir Birinyi, *Equity Analysis*, p. 17 ; *L'information a également été confirmée par Intersec Research*, Stanford, Con.

22 Voir par exemple Grubel, *Internationally diversified portfolios*, pp. 1299-1340 ; Levy/Sarnat, *Diversification of portfolios*, pp. 668-75 ; Solnik, *The international pricing of risk*, pp. 418-54 ; Lesard, *Risk reduction through international diversification*, pp. 2-8 et Adler/Dumas, *International portfolio choice* pp. 925-983 pour leurs contributions à la vaste littérature sur la diversification internationale des portefeuilles et les investissements étrangers.

décennie 1980, que les gestionnaires de fonds institutionnels ont intégré cette dimension internationale qui a alors commencé à peser sur les décisions d'investissements. La suppression des contrôles des changes a donné un coup de fouet à la croissance des investissements transfrontières.

Il paraît à présent pertinent de se demander si cette tendance est appelée à se poursuivre. L'intuition est une donnée particulièrement insaisissable qui pèse sur les flux d'investissements. Lorsque les temps sont durs, les investisseurs se replient. L'effondrement du marché boursier mondial en octobre 1987 a, en inversant les flux de capitaux transfrontières, eu un effet prévisible. Les investisseurs étrangers ont, par exemple, vendu plus de 7 milliards d'obligations du Trésor américain au quatrième trimestre 1987<sup>23</sup>. Un certain temps peut s'écouler avant que les séquelles psychologiques provoquées par les turbulences, encore proches, du marché se soient pleinement effacées. Malgré ces revirements de l'état d'esprit des investisseurs, le recours à l'investissement global devrait, à mon sens, se perpétuer et même se généraliser à l'avenir pour les raisons suivantes.

#### *Croissance des avots à gérer*

L'essor des investisseurs institutionnels, stimulé par le mouvement de collectivisation de l'épargne, se poursuivra dans de nombreux pays car il est alimenté par des facteurs démographiques et économiques à long terme. La nécessité d'apporter un complément aux régimes de prévoyance publics et d'en harmoniser la mise en œuvre de manière à faciliter la libre circulation de la main-d'œuvre au sein de la Communauté Européenne se fera sentir de façon plus pressante. La déréglementation du secteur de l'assurance-vie en Europe donnera un coup de fouet supplémentaire à cette croissance.

151

#### *Elargissement des opportunités d'investissement*

En réalité, la taille même des marchés étrangers justifie la diversification internationale des investisseurs européens. Cette dimension internationale ne peut qu'élargir considérablement l'éventail des opportunités d'investissements. Le fait que les actifs des fonds de pension professionnels représentaient 45 % de la capitalisation du marché suisse des obligations et des actions et 0,8 % seulement de la capitalisation boursière mondiale en 1987, donne à penser que la mise en œuvre d'une stratégie d'investissement institutionnelle est beaucoup plus facile en intégrant une dimension internationale. Ceci est particulièrement pertinent s'agissant de l'impact vraisemblable sur le marché du volume de transactions effectué par les investisseurs institutionnels. Afin d'éviter les répercussions trop importan-

23 Salomon Brothers, *Investment Strategy*, p. 3-4.

tes sur le marché que provoquerait le volume de leurs opérations, les investisseurs institutionnels peuvent être contraints de se limiter aux valeurs à forte capitalisation relativement peu nombreuses. Cette contrainte les empêche de partager leurs risques entre plusieurs secteurs d'activité. Investir à l'étranger permet de réduire les risques par une diversification satisfaisante entre les différents secteurs d'activités. Cette affirmation est née de la conviction selon laquelle un portefeuille investi dans des valeurs touchant à différents secteurs d'activité comporte moins de risque. On peut utiliser le même argument s'agissant des portefeuilles à revenu fixe là où des investissements internationaux permettraient de choisir entre des titres arrivés à maturité en circonscrivant le manque de liquidité du marché secondaire sur de nombreux marchés obligataires européens.

#### *Réduction des coûts de transaction*

La libération croissante des marchés financiers nationaux qui s'accompagne d'une intégration des principales places financières, est à la fois le résultat et la cause d'une demande de plus en plus forte de valeurs étrangères. Cette évolution facilite la mise en œuvre de stratégies d'investissements internationales. Elle a entraîné un changement dans le calcul des commissions en faveur des clients internationaux. Les transactions dans un certain nombre de pays peuvent dorénavant être exécutées à plus faible coût et en plus large quantité que cela n'est autorisé en Suisse. Une évaluation de l'attrait des divers marchés d'actions et d'obligation en terme de coût de transaction et de liquidité permettra d'illustrer ces différentes affirmations.

Le graphique 3 ci-après montre l'intérêt relatif des différents marchés nationaux d'actions et d'obligations. Les marchés sont classés selon leur « liquidité ». La liquidité est mesurée en terme de volume normal des transactions, pour les obligations, et de chiffre d'affaires annuel en pourcentage de la capitalisation du marché, pour les actions. Sur l'axe horizontal apparaît le « coût des transactions » qui représente la commission pour un volume de transactions institutionnelles. Bien que cette comparaison ne soit pas tout à fait exacte car les volumes de transactions institutionnelles sont généralement beaucoup plus importants sur les marchés liquides, avec un chiffre d'affaires absolu plus élevé que sur les marchés plus limités, elle permet de comparer la position des différents marchés financiers. Le tableau 3 montre que les marchés étrangers procurent aux investisseurs institutionnels des opportunités de réduire les coûts de transaction et d'exécution.

*Les fruits de la diversification*

Les théories qui militent en faveur d'une diversification internationale soulignent que les investissements transfrontières offrent un potentiel accru de rentabilité tout en réduisant le risque total du portefeuille. La pratique montre que les investissements transfrontières constituent peut-être le moyen le plus efficace de limiter les risques par la diversification<sup>24</sup>. Ceci s'explique par le fait que l'on observe une corrélation plus étroite entre le cours des titres ou l'indice d'un secteur et l'indice du marché local qu'entre les indices des différents marchés nationaux. Cette évolution ne traduit pas une perception des avantages liés aux investissements à court terme ou autres considérations d'ordre tactique<sup>25</sup>, mais plutôt un raisonnement stratégique fondé sur la conviction que les investissements internationaux (par exemple en améliorant le rapport risque/rendement) offrent des avantages par rapport à une stratégie d'investissements purement nationale. Les graphiques 4 et 5 ci-après montrent le rapport risque/rendement d'une stratégie simpliste de diversification internationale qui ne considérerait qu'un fonds investi en valeurs nationales et un fonds placé en valeurs internationales pondéré par la capitalisation du marché. Les deux graphiques illustrent l'amélioration sensible du ratio rendement/risque résultant d'une diversification internationale au cours de la décennie passée.

La présente étude fait apparaître le formidable potentiel de rentabilité des investissements transfrontières. Les investisseurs ont toute latitude pour, par exemple, participer à la croissance de branches d'activité non cotées sur leur marché national, ou investir dans les économies à forte croissance comme celles du Bassin Pacifique. Compte tenu des avantages de la diversification internationale qui se vérifient à la fois sur le plan de la théorie financière et de la pratique des investissements dans de nombreux pays et devises de référence, on peut supposer, en guise de conclusion, que les investisseurs institutionnels vont de plus en plus diversifier leur politique d'investissement au cours de la décennie 1990. Ce processus de diversification peut être soutenu par une harmonisation des législations en matière d'investissement, de l'imposition des plus-values et de la suppression des obstacles administratifs plus subtils qui empêchent de gérer les capitaux de la façon la plus efficace et la moins coûteuse. L'interdépendance entre les marchés financiers, la concurrence de plus en plus vive entre les devises et la globalisation des transactions contribueront à leur tour à renforcer la cohésion entre les marchés financiers européens dans les années 1990.

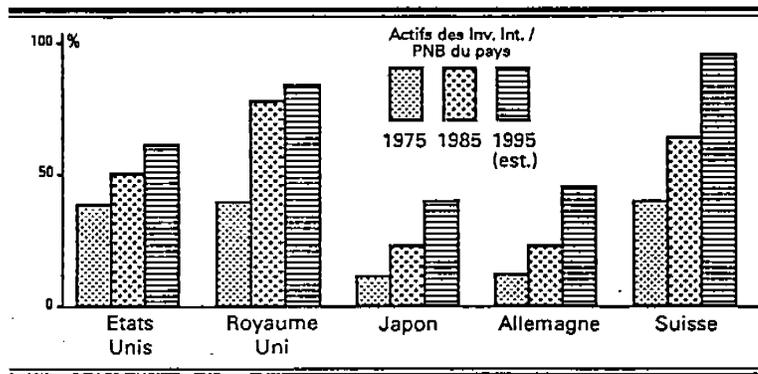
*Traduit de l'anglais par Renée Labatut*

<sup>24</sup> Le potentiel accru de réduction des risques d'une diversification internationale par rapport à une politique d'investissements nationale a été démontré pour la première fois par Solnik, *Diversification*, pp. 48-54 ; Lessard, *World, National and Industry Factors*, pp. 379-391 ; Archer/Euans, *Diversification* pp. 761-769.

<sup>25</sup> Pour un article général sur l'application de la théorie moderne de portefeuilles, voir Marsh/Dimson, *Modern Investment Management*, pp. 1-13 et Fischer/Jordan, *Portfolio management*, pp. 570-591.

Graphique 1

Le processus d'institutionnalisation : une comparaison internationale.  
Actifs des investisseurs institutionnels en pourcentage du PNB  
Etats-Unis - Grande-Bretagne - Japon - Allemagne - Suisse

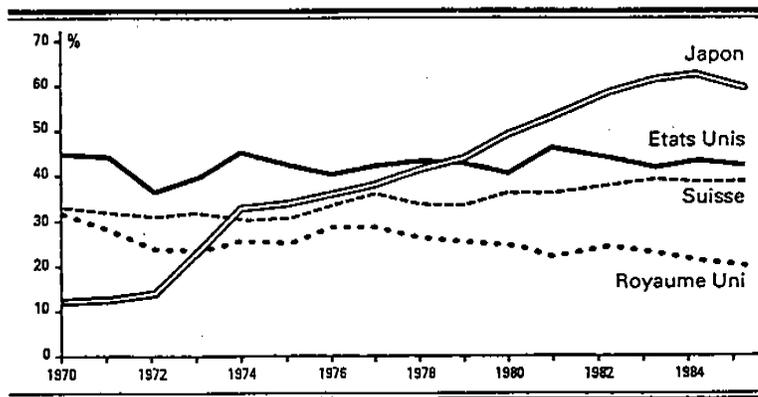


Source : Banque des Règlements Internationaux, Intersec Research, estimations de l'auteur.

154

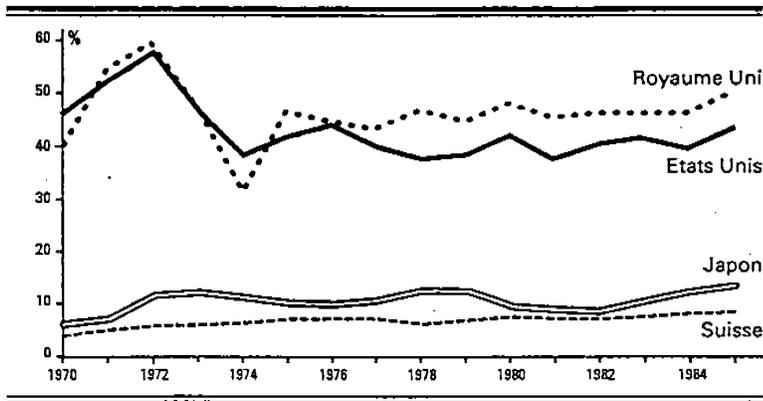
Graphique 2.A

Politique d'investissements des caisses de retraites : les obligations.  
Suisse - Etats-Unis - Grande-Bretagne - Japon.



Source : Davis, Financial Market Activity, p. 51 ; Fanning, Pension Funds in the UK, p. 48 ; Gabrielli, Pension Funds, pp. 17-23 ; Strebel, Vermögensanlagen, pp. 9-12 ; Strebel, Investitionsverhalten, pp. 11-13 ; Bank of England, Institutional Investors ; Bank of Japan, Institutional Investors ; Federal Statistical Office, Pension Funds Statistic 1975-1980, 1983, 1984 ; Helbling, BVG, p. 298.

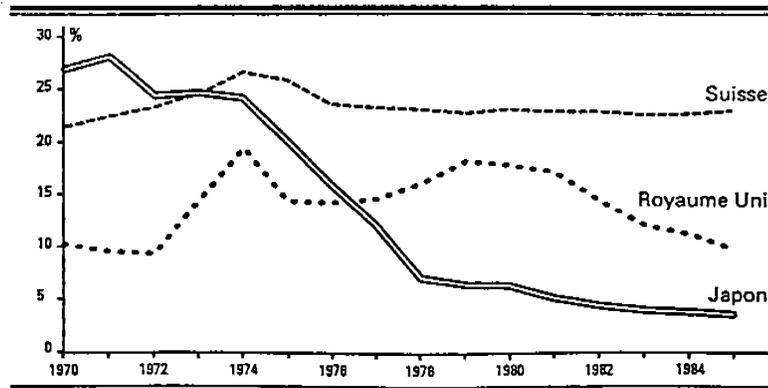
*Graphique 2.B*  
Stratégie d'investissement des caisses de retraite : les actions.  
Suisse - Etats-Unis - Grande-Bretagne - Japon



Source : Se référer au graphique 2.A.

155

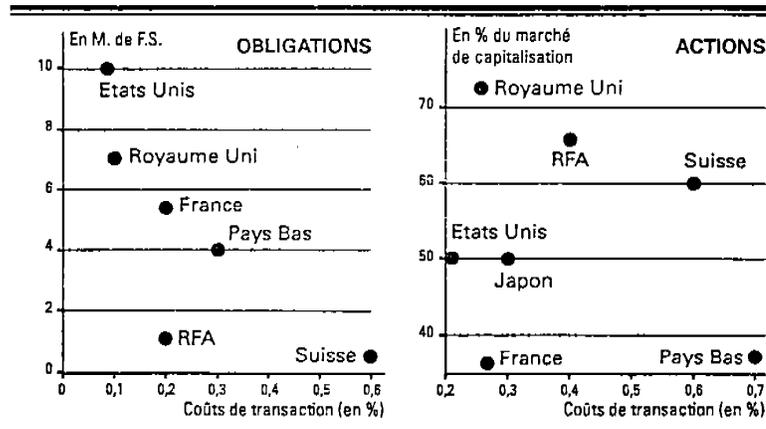
*Graphique 2.C*  
Stratégie d'investissement des caisses de retraite : biens immobiliers.  
Suisse - Grande-Bretagne - Japon  
*Note : L'auteur n'a pas eu accès aux données relatives aux biens immobiliers des caisses de retraite américaines pour la période de référence.*



Source : Voir graphique 2.A.

Graphique 3

Classement des marchés d'actions et d'obligations en fonction des coûts de transaction et de la liquidité. (Estimations à la fin 1987.)



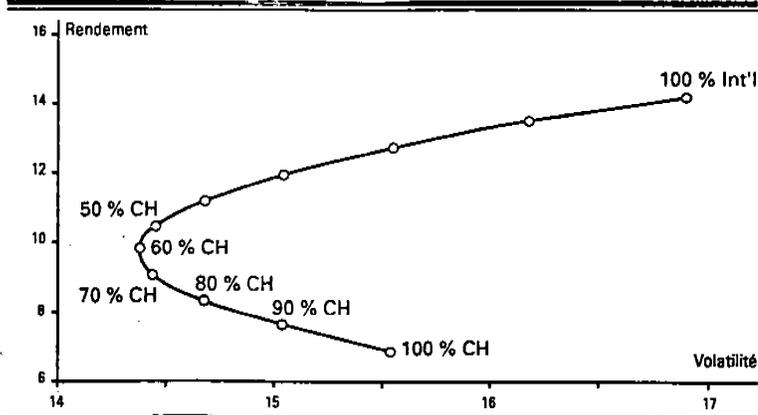
Sources : Goldman ; Salomon Brothers Inc., Spicer & Oppenheim International ; Commerzbank AG, New York Stock Exchange, Zürich Stock Exchange, Morgan Stanley Capital International.

156

Graphique 4

Rapport risque/rendement (a) de plusieurs politiques d'investissement nationales comparées aux stratégies de diversifications internationales, de décembre 1977 à décembre 1987 (taux de rendement total en fin de mois ; en francs suisses)

a. Le taux de référence international est fourni par l'indice mondial de Morgan Stanley Capital International (Suisse non comprise) et le taux de référence nationale est le sous-indice suisse par pays.

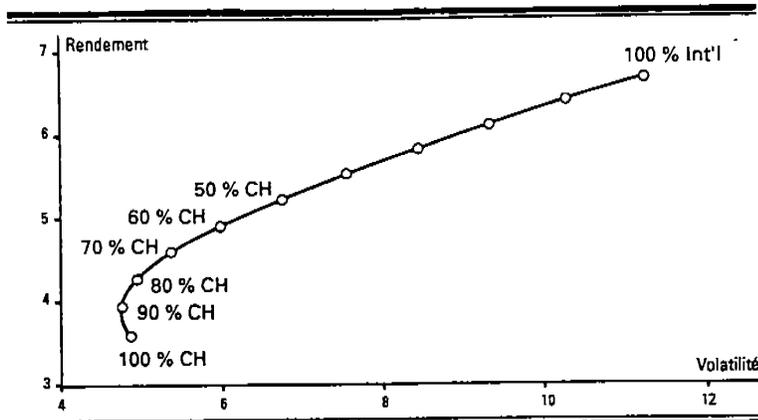


Source : Morgan Stanley Capital International.

*Graphique 5*

Rapport risque/rendement (a) des différentes politiques d'investissement nationales comparé aux stratégies de diversification internationales, de décembre 1977 à décembre 1987 (taux de rendement total en fin de mois, en francs suisses).

a. Le taux de référence international est fourni par la composante obligation d'Etat de l'indice obligataire mondial de Salomon Brothers (à l'exception de la Suisse) et le taux de référence national par l'indice des obligations du gouvernement suisse.



Source : Salomon Brothers Inc.