

**UBS: Herman Hintzen nommé à la direction**

UBS a nommé Herman Hintzen à la direction des activités des Insurance Investment Banking pour l'Europe, le Proche-Orient et l'Afrique. Herman Hintzen dispose d'une expérience de 25 ans dans l'investissement banking, entre autres chez JP Morgan et Credit Suisse, annonce l'agence Reuters hier.

**AXA WINTERTHUR: Andreas Maier nouveau directeur IT**

Andreas Maier a été nommé nouveau directeur IT d'AXA Winterthur. Il entrera en fonction le 1<sup>er</sup> juin 2012, ainsi que dans la direction d'entreprise. M. Maier remplace Bruno Müller qui prend sa retraite.

**ALLIANZ SUISSE: dégâts estimés à 3 millions de francs**

Les dégâts liés à la longue période de gel qu'a traversé la Suisse sont estimés pour Allianz Suisse à près de 3 millions de francs. Ce montant couvre la période de janvier à février et correspond à 550 annonces, le double du nombre recensé lors d'un hiver normal. Le canton de Berne a fait 100 annonces de dégâts.

# La baisse compensée des primes

**SWISS LIFE.** Le résultat des placements (constant malgré des marchés difficiles) et les progrès dans les économies de coûts ont porté le bénéfice.

En 2011, Swiss Life a dégagé un bénéfice net de 606 millions de francs, contre 560 millions l'année précédente. Corrigé des effets exceptionnels et des écarts de conversion, son bénéfice d'exploitation s'est inscrit à 793 millions de francs, ce qui représente une hausse importante par rapport à 2010 (751 millions de francs). Ces chiffres sont principalement dus à l'excellent résultat des placements, à des progrès opérationnels et à une gestion constante des coûts. Concernant les placements, leur résultat s'est établi à 4,3 milliards de francs, ce qui correspond à un rendement net de 3,8% pour une performance de 7,4%. Des chiffres légèrement inférieurs aux prévisions, notamment en ce qui concerne l'évolution au deuxième semestre, où le bénéfice a baissé de 30%.

Le groupe continue à miser sur une croissance rentable et a effectivement observé une croissance de certains secteurs d'activité stra-

tégiques. Les primes ont toutefois accusé un recul de 10% en monnaie locale par rapport à 2010 et se chiffrent à 17,1 milliards de francs. En Suisse, sur son marché d'origine, Swiss Life a cependant enregistré une augmentation des primes de 6%, ces dernières atteignant 8,1 milliards de francs. Sur le marché français, deuxième du groupe, les primes ont diminué de 6% pour s'établir à 4,4 milliards de francs. Cependant, la qualité des affaires souscrites s'est améliorée, la part des produits liés à des participations ayant augmenté, de 22% à 29%. En Allemagne, le recul du volume des primes uniques des produits de capitalisation a conduit à une diminution des recettes totales de 6% à 1,7 milliard de francs, malgré une hausse de 3% des primes périodiques. Le segment Activités d'assurance International, qui couvre principalement les affaires mondiales avec la clientèle fortunée (PPLI en représente la ma-

jeure partie), a quant à lui enregistré une baisse de 37% des recettes de primes, à 3 milliards.

Le chiffre d'affaires d'AWD a crû de 3%, à 561 millions d'euros. Sa marge EBIT a progressé de 9% en 2010 à 9,7%, générant un bénéfice opérationnel de 54 millions d'euros, en hausse de 10%. Les réserves pour litiges constitués le font toutefois diminuer à 7 millions d'euros. Quant au goodwill sur AWD Swiss Life note qu'il «a passé avec succès le test de légitimité», la valeur calculée dépassant la valeur comptable à fin 2011 d'environ 270 millions de francs. Il n'y a donc pas lieu de le corriger.

Elle a réalisé de nouveaux progrès opérationnels grâce à MILESTONE et a déjà atteint une grande partie des objectifs du programme un an plus tôt que prévu. Les économies de coûts de 350 à 400 millions de francs ont déjà été réalisées à fin 2011, la base des coûts ayant diminué de 404 millions de francs par rapport à 2008.

Les capitaux propres ont augmenté de 23%, à 9,1 milliards de francs. Fin 2011, la solvabilité du groupe était de 213% (contre 172% en 2010). D'après son modèle, Swiss Life se trouve ainsi dans le domaine dit vert pour le test suisse de solvabilité SST.

Le conseil d'administration propose à l'assemblée générale du 19 avril une distribution de bénéfices de 4,50 francs par action, inchangé par rapport à l'année précédente. En outre, il souhaite faire élire à cette occasion Wolf Becke, ancien membre du comité de direction de Hannover Rück.

L'année 2012 de Swiss Life sera marquée par la finalisation du programme Milestone. «Dans ce contexte, nous continuons à tabler sur des intérêts bas et un marché financier toujours exigeant», a noté le président exécutif du groupe Bruno Pfister. L'objectif de rendement sur fonds propres de 10 à 12% pour cette année ne sera probablement pas atteignable, mais il avait été fixé sur une base de capital propre nettement plus basse, s'est défendu Swiss Life.

Quant au volume de primes, le ralentissement économique risque d'affaiblir sa croissance. Les analystes ont plutôt bien accueilli les chiffres présentés, soulignant la valorisation très faible du titre. «Au niveau actuel, les résultats devaient tout juste ne pas se révéler désastreux pour que les arguments d'investissement demeurent valables. A nos yeux, les chiffres ont rempli cet objectif», a noté Tim Dawson d'Helvea, précisant que «des bénéfices résisteront nettement mieux que ce que suggère le cours du titre, et la capitalisation reste acceptable».

Si la majorité d'analystes conserve la recommandation de garder les titres, leurs objectifs se trouvent parfois à des niveaux justifiant plutôt un conseil à l'achat, malgré le rebond du titre dans la zone de 105 francs d'hier, la moyenne se situant à 125 francs. ■

## Le private equity est négligé

**LPP.** Les caisses de retraite suisses ont affiché une performance nulle en 2011.

Situation préoccupante dans un environnement lui-même préoccupant.

CYRIL DEMARIA

Les estimations de Credit Suisse et de l'Association Suisse des institutions de prévoyance (ASIP/Towers Watson) convergent: les caisses de retraites suisses ont au mieux réalisé une performance de 0% (ASIP) en 2011 (*L'Agefi* du 28 février), voire ont affiché une perte de 0,56% (Credit Suisse Pensionskassen-Index). Les divergences sont liées à l'échantillon: 60 caisses communiquant volontairement pour l'ASIP (soit 187 milliards et 650 portefeuilles pris en compte); les clients de Credit Suisse pour lequel ce dernier agit comme dépositaire, pour ce dernier. Selon Credit Suisse, le dernier trimestre a quasiment sauvé l'an-

née pour les caisses de retraites suisses, avec un rendement de 2,6% généré grâce au rallye des actions en fin d'année. Ceci n'a pas été suffisant pour atteindre le taux d'intérêt minimum légal qui a été abaissé de 2 à 1,5% à partir de 2012 par les autorités. Depuis 2000, le Pensionskassen-Index affiche un rendement annualisé de 1,85%, tandis que le taux d'intérêt minimum légal sur la période était de 2,81%. A titre de comparaison, les performances de CalPERS et de CalSTRS, les plus grosses caisses de retraite américaines étaient respectivement de 5,4% et de 5,7% sur une période de vingt ans (au 31/10/2011). Leurs espérances de rendement sont de 7,75% (CalPERS) et 7,5% (CalSTRS) par an.

Cette différence récurrente est d'autant plus préoccupante que Credit Suisse indique que l'allocation d'actifs demeure inchangée au cours de l'année 2011. De là à conclure que les caisses de retraites pratiquent une gestion passive, il n'y a qu'un pas que l'ASIP élude. En revanche, l'Association

indique que compte tenu des exigences légales, les considérations à court terme concernant les risques prennent de plus en plus d'importance. «Une tension se manifeste à cet égard entre [...] une vision à court terme et une vision à long terme». De manière croissante une vision «limitée aux performances à court terme ne permet pas d'atteindre les buts fixes».

Or, les performances des caisses américaines indiquent qu'une gestion différente, plus risquée mais aussi offrant de meilleurs rendements est possible. En effet, ce ne sont pas les performances des obligations suisses (4,8%) et étrangères (2,7%), représentant 43% des actifs, qui vont combler le retard accumulé par les caisses de retraite. L'allocation à l'immobilier Suisse est déjà élevée et fait courir d'autant plus préoccupante que de prévoyance - notamment en cas de surchauffe puis de crise éventuelle.

Le opérations «techniques», telles que la révision des taux d'intérêt minimum légaux à la baisse, la révision des taux d'actualisation à

la baisse et la révision attendue du taux de conversion par les autorités permettront d'afficher de meilleurs chiffres sans toute fois résoudre la question essentielle: celle de la génération de rendements aptes à servir les pensions futures. Il existe plusieurs pistes.

L'une d'entre elles est la faible allocation au private equity des caisses de retraites suisses, (1,5% des actifs en moyenne sur la période 2000-2009, d'après une étude de Complementa citée par la SECA). L'ignorance de ce placement à long terme, peu volatile et générant des rendements élevés, devient à difficile à justifier: les caisses de retraites ont des obligations de liquidité très prévisibles et à long terme, ce qui est compatible avec les investissements en private equity. Les caisses de retraites et les fondations universitaires américaines les plus performantes ont franchi le pas depuis longtemps, et le private equity est un contributeur majeur à leur performance annuelle. Il est temps que les institutions de prévoyance suisses leur emboîtent le pas. ■

## Les affaires d'AWD stabilisées

Le volume des réserves établies pour les litiges en Allemagne et en Autriche concernant les méthodes de distribution appliquées par les vendeurs d'AWD s'est révélé plutôt modeste. Le montant a atteint 59 millions de francs pour AWD, accompagné d'une correction de valeur sur la participation dans le prestataire financier MLP de 35 millions de francs. Des sommes d'autant plus modestes que les plaintes déposées réclament des dommages atteignant un montant total de plusieurs centaines de millions d'euros. Les estimations de réserves pour AWD sont ainsi allées jusqu'à 200 millions de francs. En Allemagne, il a été reproché aux conseillers d'AWD d'avoir obtenu des commissions de distribution élevées de différents fonds sans communiquer ces dernières à leurs clients. Des clients d'AWD ont également porté plainte en Autriche, pour escroquerie professionnelle. Le président exécutif de Swiss Life Bruno Pfister a remarqué que les cas autrichiens ont atteint leur délai de prescription, le travail juridique touchant ainsi à sa

fin. La situation en Allemagne, en revanche, reste empreinte d'incertitudes. Il n'est pas à exclure que le groupe fasse l'objet d'autres plaintes à l'avenir. L'examen interne approfondi des affaires de cette unité, acquise en 2008 pour 1,2 milliards d'euros, a néanmoins confirmé les dirigeants de Swiss Life dans leur opinion qu'il n'y a pas lieu de procéder à des corrections de valeur.

Cette dernière restera stable, pour autant que cette unité arrive à améliorer son résultat de 6% par année au cours des cinq prochains exercices. AWD a surtout regagné de la force dans son marché historique, en Allemagne, où le chiffre d'affaires a augmenté de 24,1%, se traduisant également par une croissance du bénéfice opérationnel de 8,4 millions à 66,8 millions d'euros. En revanche, les marchés autrichiens et suisses ont légèrement reculé, tandis que le chiffre d'affaires au Royaume-Uni a légèrement augmenté. Au niveau EBIT, tous les marchés, sauf l'Allemagne, ont été en baisse, l'Autriche même dans le négatif. ■

## Précieuse prudence

La politique de placement de Swiss Life est réputée pour sa part en actions extrêmement faible. Ce qui devrait se révéler pénalisant, étant donné que les actions devraient générer un rendement annuel moyen de 6 à 8%. En 2011, le groupe a atteint une performance qui en représente environ la moitié, un résultat pourtant qualifié d'excellent. Car pour l'apprécier à sa juste valeur, il faut se rappeler que celle des portefeuilles du 2e pilier sur la même période est proche de zéro, voire négative! Sur dix ans, le bilan est à peu près le même: plutôt que de subir la «décennie perdue», l'appréciation de valeur est restée très stable (à l'exception de 2008), à environ 3,2% par an. La forte pondération en obligations et en immobilier, qui se sont également révélées les classes d'actifs les plus performantes des portefeuilles des caisses de pension en 2011, s'est révélée payante. Une stabilisation des revenus de placements qui devrait donc perdurer, obligeant néanmoins Swiss Life à miser sur la croissance du volume de primes et les effets de plans d'économies pour améliorer encore son bénéfice. Voilà pourquoi l'annonce de la présentation des projets du groupe fin novembre a surtout été interprétée dans le sens de nouveaux efforts pour réduire la base de coûts. Dans l'intervalle, le fait que les risques liés à l'acquisition d'AWD commencent enfin à diminuer pourrait déjà positivement influencer un titre dont la valorisation reste toujours nettement inférieure à sa valeur comptable (malgré la reprise depuis le plancher du 9 janvier à 82,60 francs), estimée à 285 francs par Vontobel! (Christiane Affolter)

### LES PERFORMANCES COMPARÉES DES CAISSES DE RETRAITE SUISSES ET AMÉRICAINES

en %	Indice Crédit Suisse au 31/12	Suisse OCDE	USA OCDE	CalPERS au 31/12	Delaware SEPP au 30/6	Idaho PERF au 30/6	Caroline du Nord au 30/6	NYSTRS au 30/6	Texas TRS au 30/6	Illinois MRF au 30/6
2000	2,6	3,4	-1,81	-1,4	16,8	13,2	9	6,9	7,9	1,9
2001	-4,15	-5,24	-5,75	-6,2	-5,1	-6,1	-2	-5,7	-5	-6,1
2002	-7,98	-5,53	-8,62	-9,5	-6,3	-7,1	-4	-6,8	-6,4	-8,7
2003	9,25	8,11	20,22	23,3	3,4	3,7	7,6	4	4,7	22,6
2004	4,49	7,5	8,74	13,4	16,3	18,1	12	16,1	15,7	12,4
2005	12,62	12,1	7,61	11,1	10	10,9	9,9	10,6	9,5	8,7
2006	6,58	7,49	14,41	15,7	12,4	12,3	7,2	11,8	10,4	13,9
2007	2,04	3,81	3,23	10,2	15,9	20	14,8	19,3	17,5	8,5
2008	-13,25	-11,06	-24,83	-27,8	-1,3	-4,2	-2,1	-6,4	-2,1	-24,8
2009	10,86	11,22	-16,63	12,1	-15,8	-16	-14,2	-20,5	-21,9	24,5
2010	3,01	3,72	10,49	12,6						
2011	-0,56			20,9*						
Moyenne - 10 ans (2000-2009)	2,3				4,2	3,8	3,4	2,2	2,4	4,2
Moyenne - 25 ans (1985-2009)					9,3**	9,2	--	9,8	9,2	9,4

\* Au 30/6/2011; \*\* Moyenne à 20 ans.

Credit Suisse (2012), CalPERS (2011), NIRS (2010), OCDE (2012), Auteurs