



La quadrature du cercle des taux bas

Face à des rendements obligataires faibles ou à risque, la recherche de diversification et de nouvelles opportunités n'est pas sans danger et doit être mûrement réfléchie.

Pascal Frei*



La décennie écoulée aura vu nos institutions de prévoyance traverser deux crises majeures. Rétrospectivement, la première crise, résultant de l'éclatement de la bulle Internet en 2001 et renforcée par les attentats du 11 septembre, n'aura été qu'un moindre mal, comparée à la crise plus

récente des subprimes. En effet, les marchés actions avaient perdu 56% entre août 2000 et mars 2003, mais s'étaient ensuite fortement repris avec l'aide de la baisse continue des taux d'intérêt. Entre les plus bas niveaux du printemps 2003 et fin avril 2007, peu avant la déconfiture des subprimes, ils affichaient une performance cumulée de près de 100%.

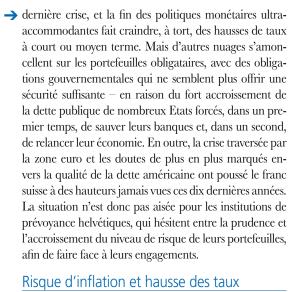
La crise de 2001 aura essentiellement été une crise des marchés actions, les autres classes d'actifs, telles que l'immobilier et les obligations gouvernementales, n'étant pas touchées. Ces dernières ont apporté la diversification nécessaire en réalisant des performances positives de près de 20% durant cette période. Toutefois, les bases de la crise du crédit de 2008 étaient jetées, en raison de la période prolongée de taux bas qui ont conduit les marchés à de nombreux excès.

Face aux faibles rendements servis par les marchés obligataires et à la bonne résistance des fonds de hedge funds lors de la crise de 2001, de nombreux investisseurs se sont partiellement détournés, dès 2005, des obligations d'Etats, au profit des obligations d'entreprises et des placements alternatifs. Lorsque la crise des subprimes a éclaté, les investisseurs qui avaient poussé la diversification dans ses dernières limites se sont retrouvés dans une situation très inconfortable. D'une part, ils ont enregistré des pertes tant dans leur portefeuille d'actions que dans leur portefeuille obligataire, partiellement investi dans la dette d'entreprises ou dans des obligations convertibles; d'autre part, ils se sont retrouvés avec des placements alternatifs illiquides et sans valorisation. Et alors que la première crise majeure de la décennie passée ne concernait que les actions – soit 25% à 40% des investissements d'une caisse de pensions -, la seconde a touché 35% à 60% des placements, en raison de l'introduction du risque «actions» dans les portefeuilles obligataires et les placements alternatifs.

Aujourd'hui, bien que les marchés actions et les emprunts d'entreprises se soient fortement repris, la situation des institutions de prévoyance reste délicate et un rendement annuel d'environ 4% à 5%, nécessaire au financement des engagements, semble de plus en plus difficile à atteindre. En effet, les marchés actions n'ont pas encore complètement effacé les pertes enregistrées lors de la







Paradoxalement, l'un des risques majeurs est aussi l'une des principales sources d'amélioration à long terme de la santé financière des institutions de prévoyance. Si les craintes de hausses des taux paraissent justifiées, on oublie souvent que ces anticipations sont déjà incluses dans le prix actuel des obligations. L'investisseur détenant de la dette avec des maturités élevées est compensé pour la prise de ce risque, par le biais d'un taux d'intérêt supplémentaire par rapport à celui offert par les obligations de plus courte maturité. Bien qu'à court terme, une hausse des taux conduirait à des pertes importantes dans les portefeuilles obligataires, elle permettrait aussi de réinvestir les coupons perçus ainsi que les obligations arrivant à maturité dans des titres obligataires offrant des taux plus élevés. A moyen terme, la situation des caisses de pensions s'en trouverait améliorée, puisque ces dernières pourraient financer leurs engagements en prenant moins de risques en raison d'un taux hors risque plus élevé.

Mais une hausse des taux ne toucherait pas uniquement l'actif du bilan des institutions de prévoyance. La valeur du passif s'en trouverait aussi modifiée: une hausse des taux aurait pour effet une baisse de la valeur des engagements évalués aux taux du marché. En raison d'une duration plus élevée du passif que de l'actif du bilan, une hausse des taux conduirait à un accroissement du degré de couverture économique des institutions de prévoyance et donc à une amélioration de leur situation financière. Cet argument peut, aujourd'hui, paraître encore théorique. En effet, la valeur des engagements des caisses de pensions est évaluée à l'aide d'un taux technique fixe, insensible aux variations des taux d'intérêt du marché. Toutefois, dès 2012, le taux technique sera fortement influencé par une formule adoptée en octobre 2010 par la Chambre suisse des actuaires-conseils. Le taux de référence dépendra alors de la performance moyenne de l'indice Pictet LPP-25 plus et du rendement des obligations de la Confédération à dix ans. Différentes simulations ont montré que, d'ici sept à dix ans, le taux d'intérêt technique de référence sera très proche du rendement à dix ans des obligations de la Confédération, ce qui mènera *de facto* à une évaluation économique des engagements et donc à une sensibilité plus importante du passif à l'évolution des taux d'intérêt.

De même, le risque inflationniste doit être évalué en tenant compte des deux côtés du bilan. Si l'inflation est un risque important pour les portefeuilles obligataires, elle revêt aussi certains avantages pour les caisses de pensions, surtout si ces dernières comptent un grand nombre de rentiers. En effet, dans le cas où les rentes ne sont pas automatiquement ajustées à l'inflation, une hausse du niveau des prix équivaut à une diminution de la valeur réelle des rentes et donc à une contribution indirecte des rentiers à l'assainissement de leur institution de prévoyance. Il n'est donc pas nécessaire d'exposer massivement le portefeuille obligataire à des obligations liées à l'inflation qui, comme de nombreux autres produits, ne protègent l'investisseur que lorsque les anticipations du marché sont dépassées.

Diversification et nouvelles opportunités

La qualité de la dette publique, liée à la santé financière des Etats, est l'autre grande source d'inquiétude. Certaines caisses de pensions cherchent donc à diversifier ce risque en accroissant, par exemple, leur exposition à la dette d'entreprises ou en s'exposant à celle des marchés émergents. Ce faisant, bien qu'elles profitent de taux plus élevés, elles modifient fortement le profil de risque de leur portefeuille obligataire en l'exposant à de nouvelles sources de risques. Il est important de rappeler que les obligations constituent le coussin de sécurité d'un portefeuille et que la qualité et la sécurité des investissements priment sur leur rentabilité.

L'ajout d'emprunts de sociétés est, par exemple, une fausse bonne idée pour la majeure partie des caisses de pensions. En effet, la récente crise financière a montré que les obligations d'entreprises notées A et BBB avaient des caractéristiques comparables aux actions lors des phases de corrections des marchés actions. Ces obligations représentent environ 75% de l'univers de placement et parmi le 25% restant (soit les obligations notées AAA et AA), près de 70% est constitué d'obligations émises par des institutions financières qui sont elles-mêmes fortement exposées à la dette gouvernementale. Les opportunités de diversification sont donc relativement faibles.

L'environnement actuel requiert donc une analyse détaillée tant de l'actif que du passif des caisses de pensions. La course à la performance en accroissant les risques peut se révéler un jeu dangereux pour celles qui n'auraient pas la tolérance au risque nécessaire. Ne rien faire n'est pas non plus une option souhaitable, mais les décisions d'investissement doivent être prises en soupesant l'ensemble des risques et en tenant compte des deux côtés du bilan.

