PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

Asset Liability Management

Risques de taux et d'inflation: quelles sont les implications pour les caisses de pensions

PPCmetrics SA
Pascal Frei, CFA, Associé
Dr. Oliver Dichter, Managing Consultant
Quentin Costa, CFA, Investment Consultant

Nyon, juin 2021

© PPCmetrics SA

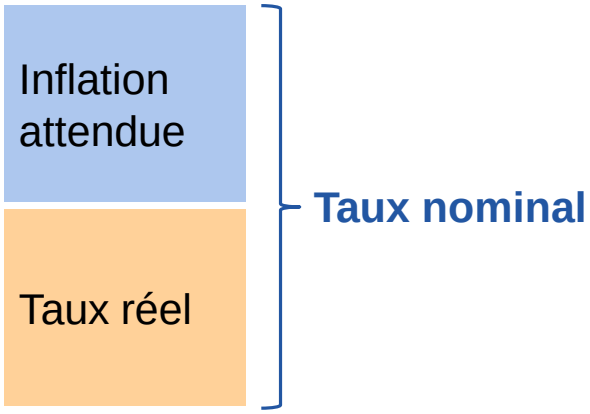
Contexte

- Depuis plus de 5 ans, la Suisse connaît un **environnement de faibles taux d'intérêt** sans précédent dans son histoire.
- Par ailleurs, les **taux d'intérêt** ont également **fortement décru** dans les **autres zones monétaires développées** (p. ex. EUR, USD, GBP).
- Les taux des **obligations fédérales allemandes** sont même parfois tombés en dessous de ceux des obligations de la Confédération suisse.
- L'environnement mondial de taux bas n'est pas seulement la conséquence de **politiques monétaires exceptionnellement expansives** menées par les principales banques centrales.
- Depuis la **crise financière de 2007/2008**, intensifiée par la **crise de la dette européenne dès 2010** et encore complétée par des politiques de dépenses publiques expansionnistes lors de la **crise liée à la pandémie de COVID-19 en 2020**, nous vivons depuis plus d'une décennie avec une politique monétaire fortement expansionniste.
- Dans le contexte de l'augmentation globale de la dette publique lors de la pandémie, la question se pose de plus en plus de savoir **si les risques de taux et d'inflation ont augmenté et quelles sont les implications pour les caisses de pensions**.

Principes de base et évolution historique

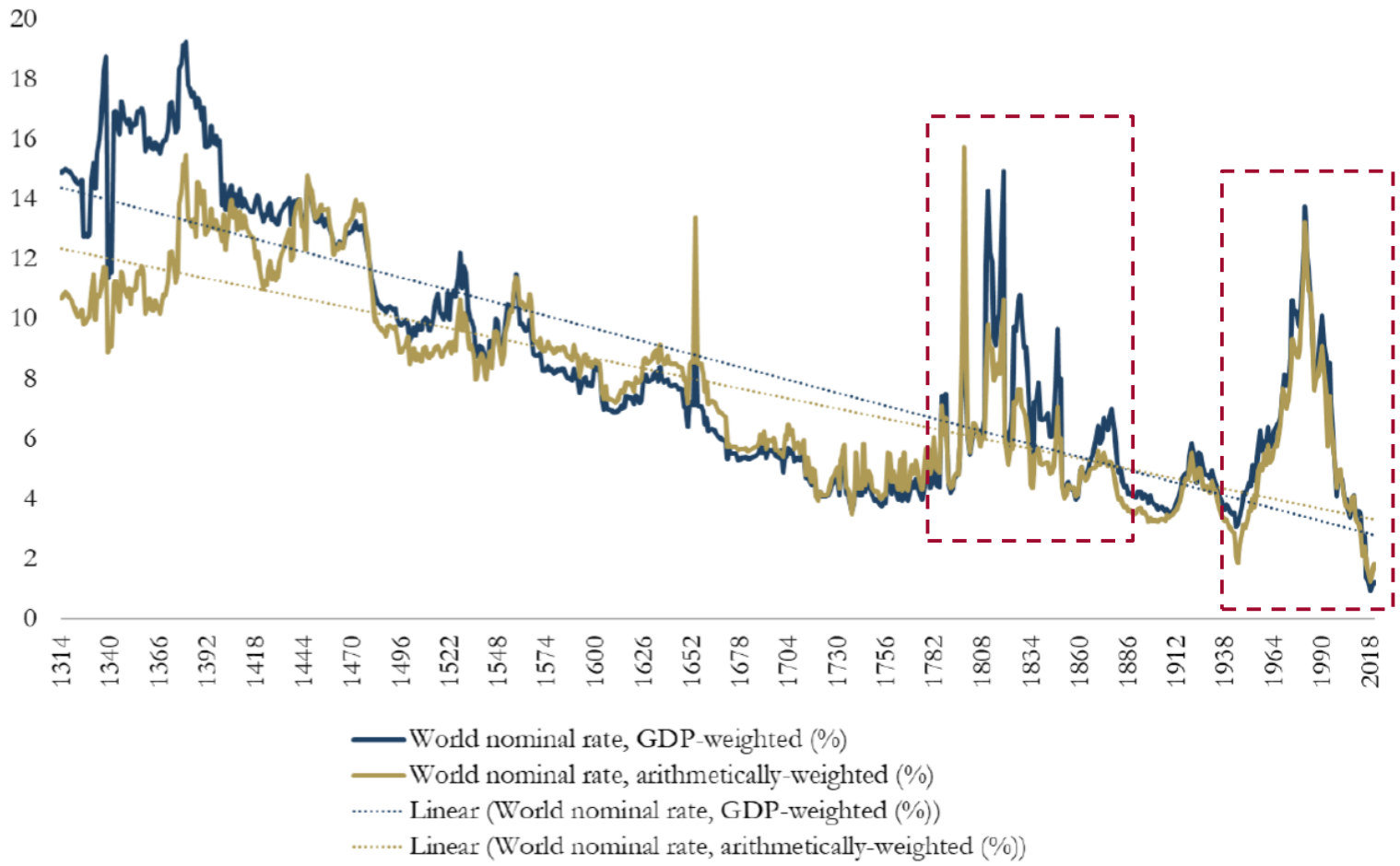
Taux nominal et réel (1)

- Le **risque de taux** fait référence à la **sensibilité** de la valeur d'un investissement (p. ex. obligataire) aux fluctuations du **taux sans risque**.
- Ce taux sans risque (taux nominal) peut être décomposé entre un **taux réel** et une **composante inflation**.



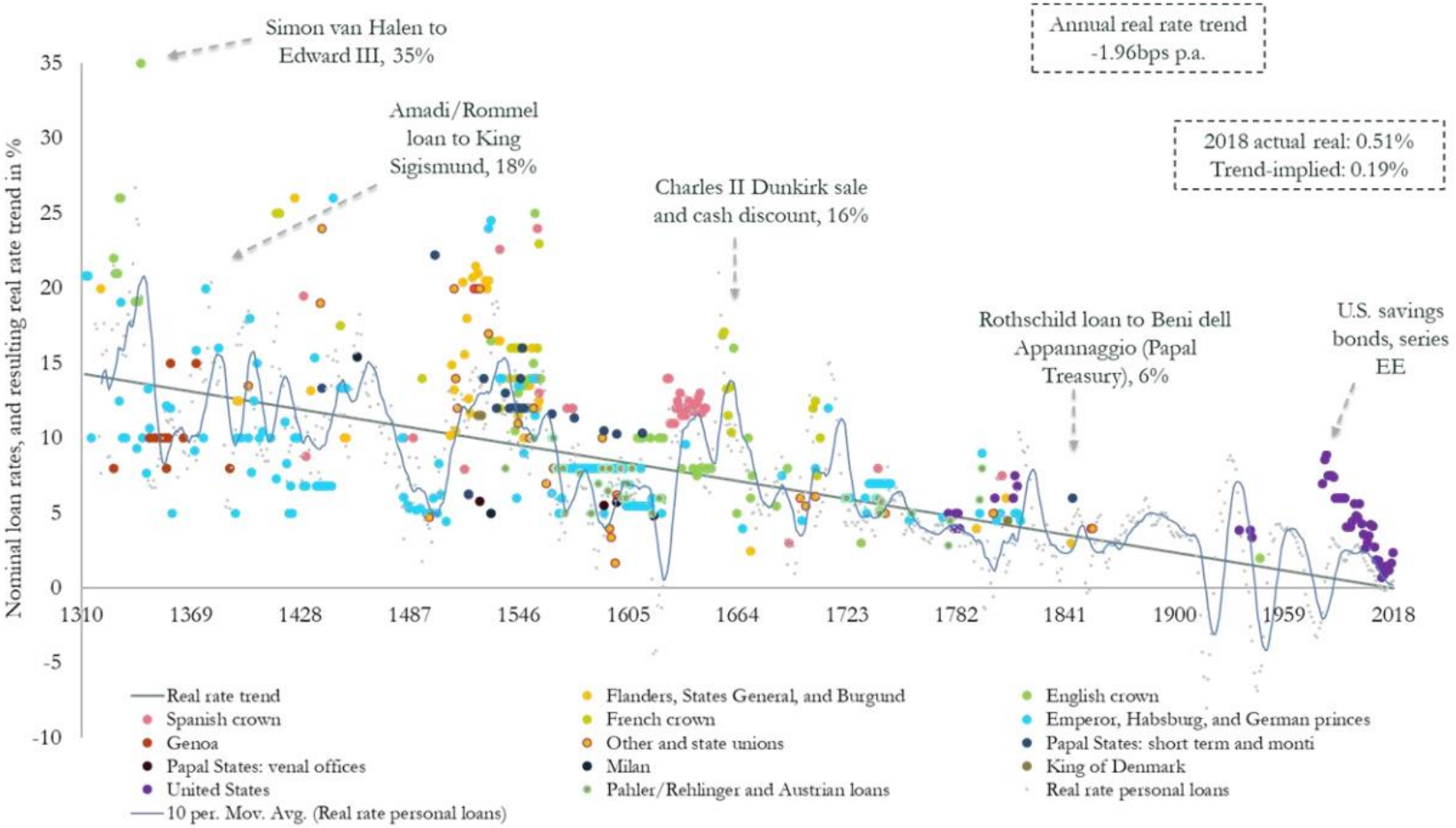
- Le **taux réel** compense les créanciers pour leur volonté de reporter leur consommation dans le futur et les incertitudes qui y sont associées.
- La **composante inflation** compense les créanciers pour la hausse des prix attendue (inflation) et la perte de pouvoir d'achat associée au capital prêté.

Evolution historique du taux nominal



Source : Bank of England, Staff Working Paper No. 845, « Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018 », Paul Schmelzing, January 2020

Evolution historique du taux réel



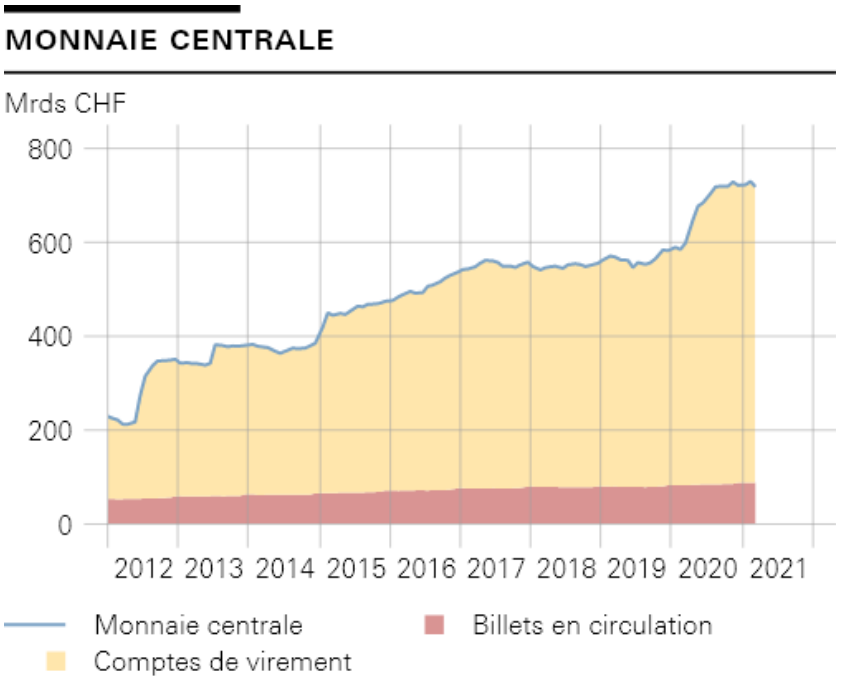
Source : Bank of England, Staff Working Paper No. 845, « Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018 », Paul Schmelzing, January 2020

Interprétation de l'évolution historique

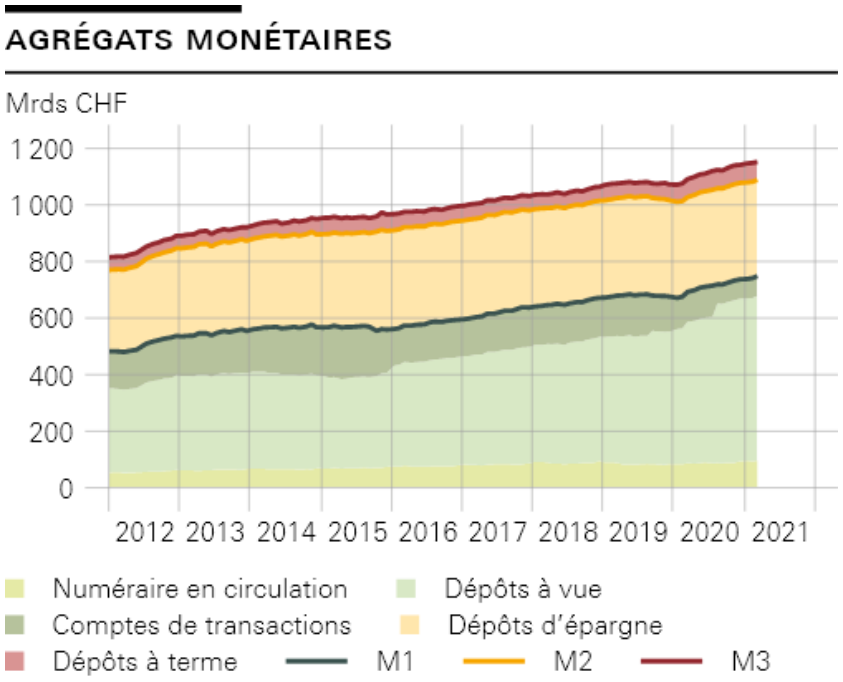
- En raison de variations importantes en matière d'attente d'inflation, le **taux nominal** a connu de **fortes fluctuations** (surtout à partir du XIXème siècle).
- Les taux d'inflation élevés ont **toujours** été un phénomène monétaire (expansions extrêmes de la masse monétaire).
- Historiquement, le **taux réel présente une nette tendance baissière**, mais également des fluctuations significatives.
- Il y a toujours eu des périodes particulières au cours desquelles le taux réel a temporairement augmenté fortement, par exemple :
  - dans la 1ère moitié du XVIème siècle (Réforme),
  - à la fin du XVIIIème et au début du XIXème siècle (guerres napoléoniennes),
  - dans la 1ère moitié du XXème siècle (dans chaque cas, à la suite des 1ère et 2ème guerres mondiales).
- Les périodes de fortes incertitudes quant à l'évolution de l'économie et de forte demande de capitaux étaient généralement des périodes de taux réels élevés.
- **La baisse historique du taux réel est cohérente avec la réduction continue de l'incertitude économique.**

Risques de taux et d'inflation : Situation actuelle

Expansion de la masse monétaire



Source: BNS.

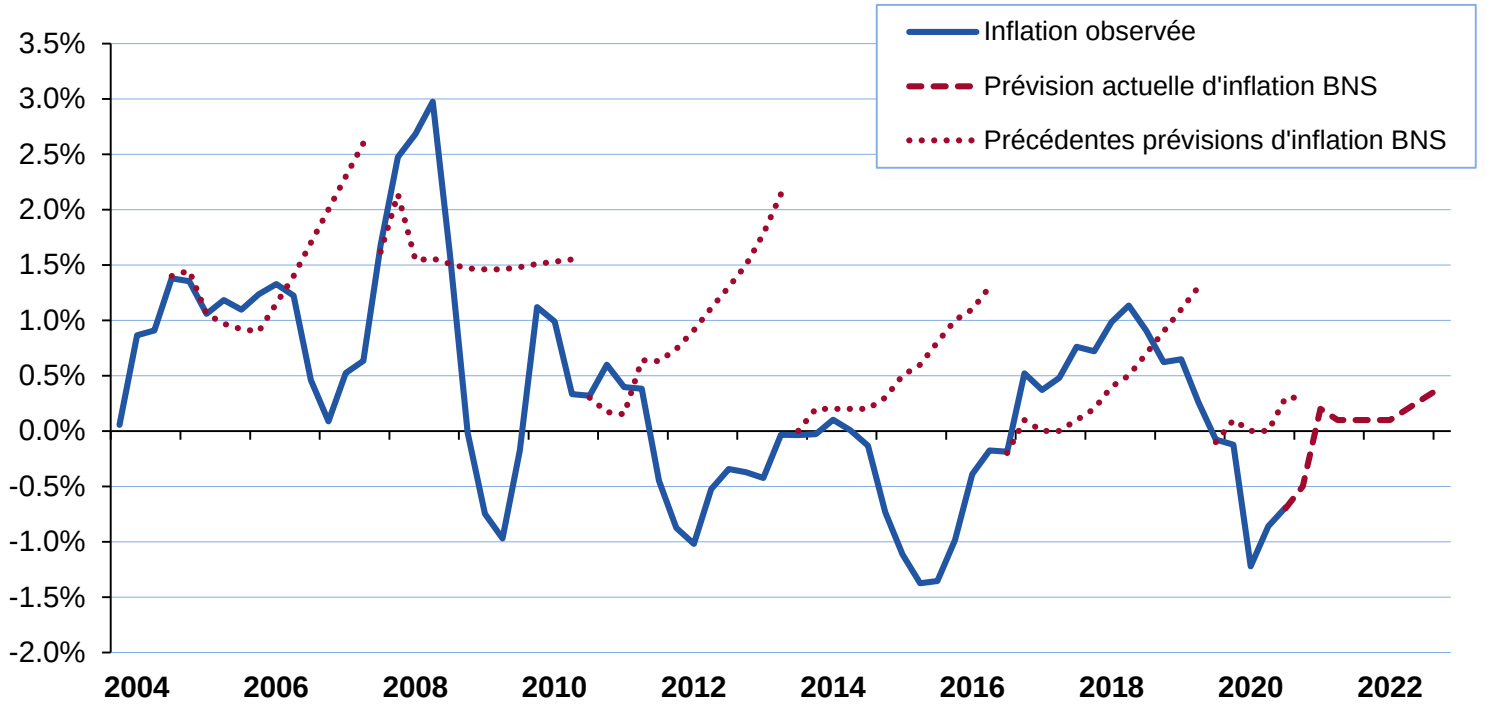


Source: BNS.

- Au cours des dix dernières années, la **politique monétaire** de la Banque Nationale Suisse (BNS) a été **expansionniste comme jamais auparavant**.

Inflation et prévisions d'inflation de la BNS

Prévisions d'inflation BNS (trimestriel)

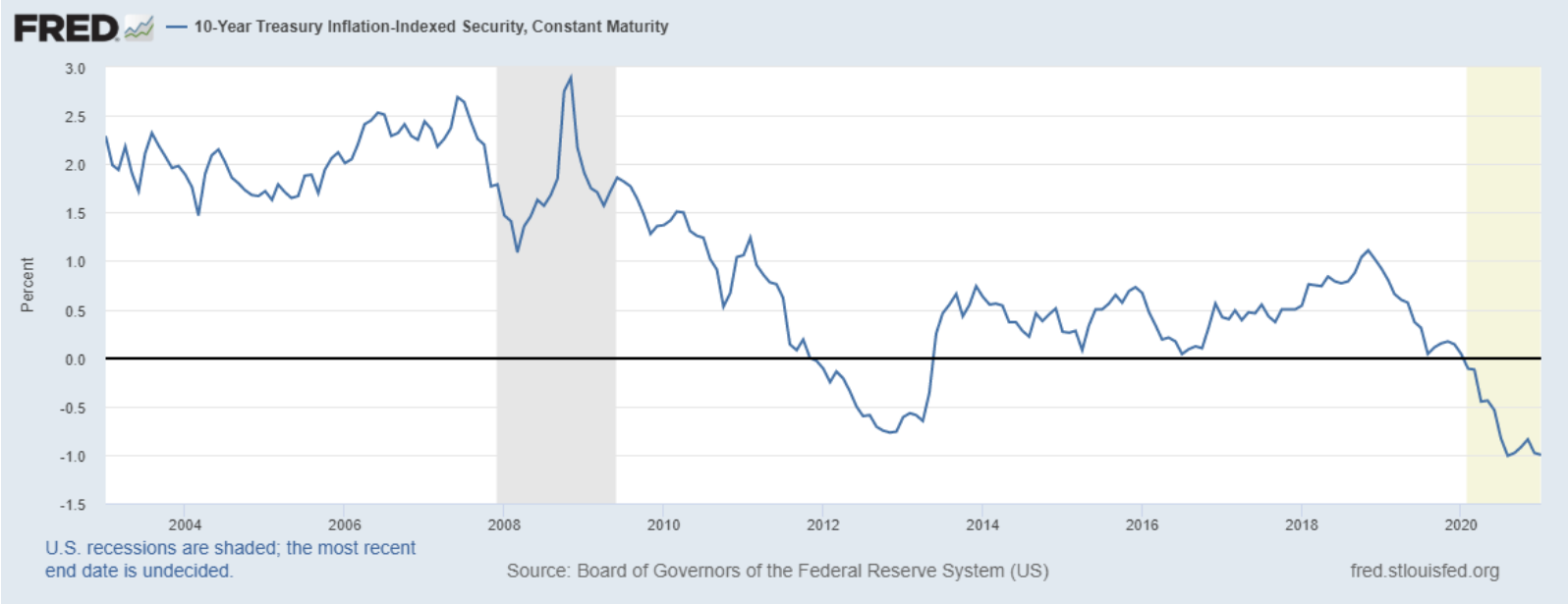


- Les **taux d'inflation actuels** et les **prévisions d'inflation** sont cependant **proches de zéro**.

Source : SNB, propre représentation

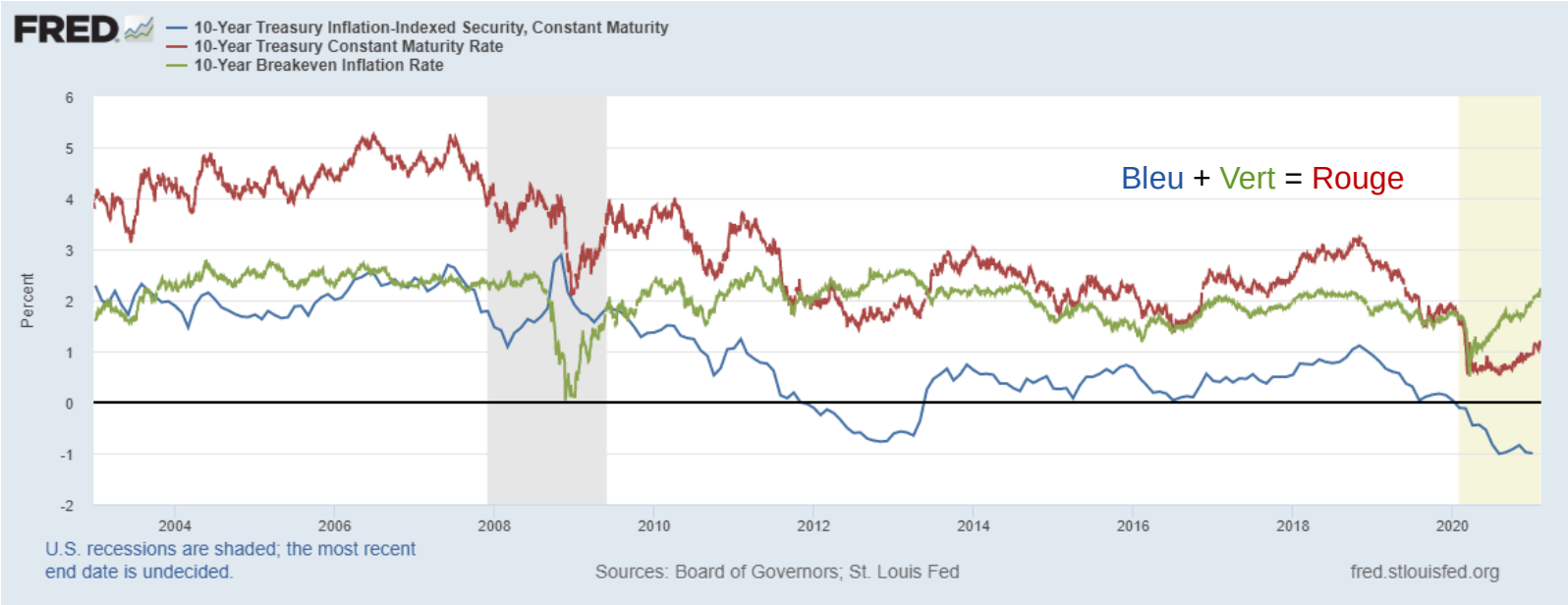
Perspective internationale

- Malheureusement, **aucune obligation indexée à l'inflation n'est négociée en CHF**. Il n'y a donc pas d'**opinion du marché sur l'attente d'inflation et le taux réel**.
- Aux **Etats-Unis**, il existe un **vaste marché pour les obligations gouvernementales indexées à l'inflation**, sur la base duquel le taux réel à long terme peut être déterminé.
- Le graphique suivant indique que le **taux réel** a fortement baissé ces dernières années et est **actuellement clairement négatif**.



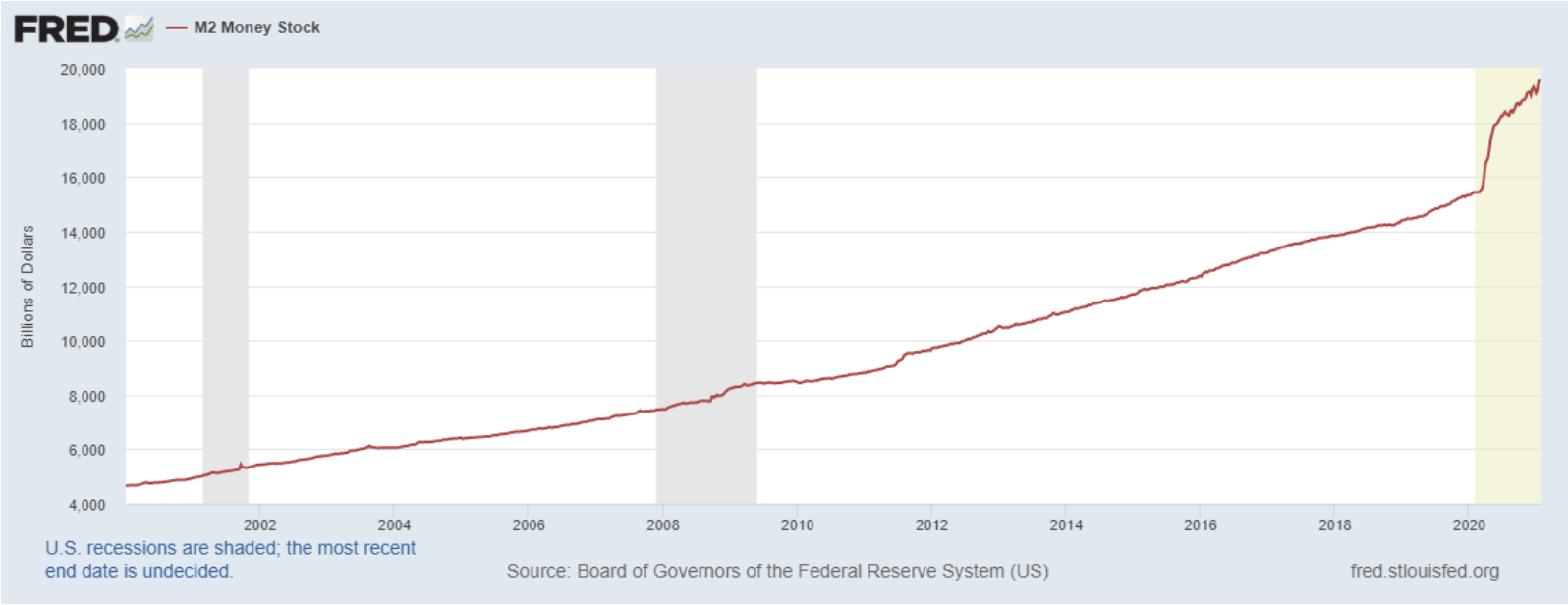
Taux réel, inflation attendue et taux nominal

- Les attentes d'inflation (sur dix ans) ont été relativement stables, environ 2% par an en USD, au cours des 20 dernières années.
- La baisse du taux nominal est presque exclusivement due à une baisse du taux réel.
- Même aujourd'hui, les **attentes d'inflation sont encore très faibles**.



Augmentation de la masse monétaire – depuis la pandémie également aux USA

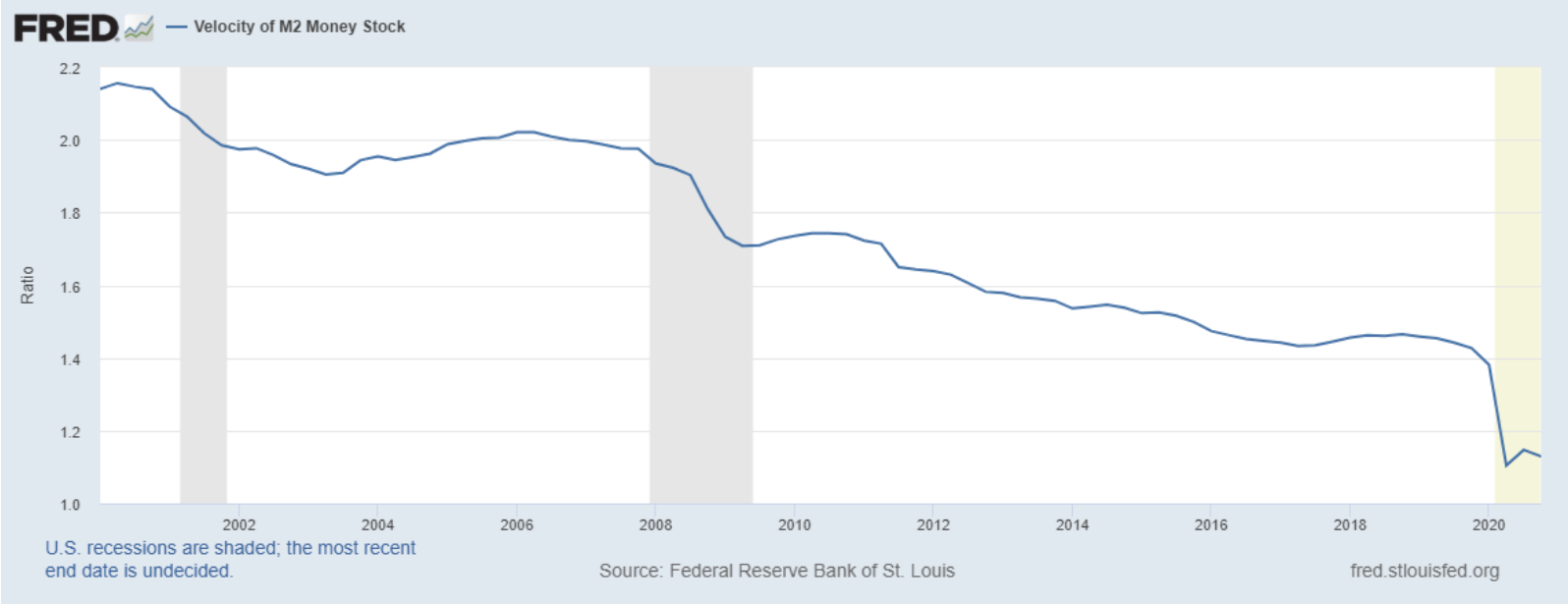
- La masse monétaire a également augmenté de façon considérable aux Etats-Unis suite à la pandémie.



- **Pourquoi les anticipations d'inflation restent-elles prudentes ?**
- **En Suisse, nous observons également ce phénomène depuis la crise de la dette européenne.**

Masse monétaire et vitesse de circulation

- La raison la plus importante du faible effet inflationniste de l'augmentation de la masse monétaire est que la **vitesse de circulation de la monnaie** (c'est-à-dire à quelle fréquence une unité monétaire change de main par an) **a fortement** diminué.



- **Question** : **Que se passe-t-il si la vitesse de circulation de la monnaie augmente à nouveau** (c'est-à-dire que les consommateurs ne se contentent pas d'épargner leur argent sur leurs comptes, mais l'utilisent de plus en plus pour leurs achats) ?

Politiques monétaires

NZZ am Sonntag

KOLUMNE

Die Europäische Zentralbank bleibt standhaft – vorerst zumindest

Die EZB lehnt Forderungen von europäischen Ökonomen nach einem Schuldenschnitt ab. Doch ein Meinungswechsel wäre keine Überraschung.

La Banque Centrale Européenne reste ferme – du moins pour le moment

La BCE rejette les appels des économistes européens en faveur d'une réduction de la dette. Mais un changement d'opinion ne serait pas une surprise.

- Dès lors que les **banques centrales distribuent de la monnaie**, elles deviennent impuissantes en cas d'augmentation de la vitesse de circulation (car elles ne peuvent plus réduire la masse monétaire).
- Dans ce cas, une **augmentation de la vitesse de circulation entraînerait une inflation**.
- Cependant, à l'heure actuelle, **toutes les grandes banques centrales résistent avec véhémence à de tels efforts**.

Source : « NZZ am Sonntag » du 13.02.2021

Evaluation des risques de taux et d'inflation

- Les **taux réels sont en baisse depuis des siècles** et sont **actuellement négatifs**.
- Les valeurs actuelles du marché reflètent également des taux nominaux et réels faibles à l'avenir, ainsi que des taux d'inflation faibles (bien qu'en légère augmentation).
- Par le passé, les **fortes variations** des taux réels étaient presque toujours le **résultat d'événements imprévisibles** tels que des crises et des guerres, qui entraînaient une forte hausse de la demande de capitaux.
- Il en va de même pour les **chocs inflationnistes**, qui étaient presque toujours la conséquence d'une **perte de contrôle monétaire**.
- Actuellement, les acteurs du marché ne s'attendent, en moyenne, ni à un choc inflationniste ni à une forte hausse des taux réels.
- A cet égard, une **forte hausse des taux** est actuellement **considérée comme plutôt improbable par le marché**, mais **ne peut être exclue**, d'autant plus suite aux « déconfinements » de la plupart des économies des pays développés, ce qui pourrait augmenter la vitesse de circulation de la monnaie.

Gestion du risque de taux
Analyse

- La **combinaison** de la probabilité élevée de taux **durablement bas, voire négatifs**, avec le risque (extrême) (« tail risk ») que :
  - les politiques monétaires actuelles, exceptionnellement expansionnistes, entraînent un **choc inflationniste**,
  - ou que l'augmentation des dépenses publiques entraîne une **hausse des taux réels**, représente un **défi majeur** pour la gestion du risque de taux.

- **Une bonne gestion du risque de taux doit donc considérer les deux scénarios extrêmes : un environnement de taux bas d'une durée imprévisible et une forte hausse (inattendue) des taux.**

Recommandations générales pour les caisses de pensions

Que peuvent faire les caisses de pensions ? (1)

- Les caisses de pensions suisses ont des **engagements fixes en valeurs nominales**.
- Cela signifie que le montant de leurs engagements n'est explicitement pas influencé par l'inflation. La baisse du pouvoir d'achat d'un capital donné **n'a pas de conséquence directe pour une caisse de pensions**.
- A l'inverse, comme les caisses de pensions ont des engagements à (très) long terme, la valeur actuelle de ces engagements est très sensible aux variations des taux nominaux.
- **Si la gestion des risques est menée exclusivement du point de vue de la caisse de pension, celle-ci devrait refléter la forte sensibilité au taux de la valeur actuelle de ses engagements dans ses investissements** (gestion ALM classique).
  - En cas de nouvelle baisse des taux, la caisse de pensions serait immunisée contre cette baisse (obligations vs. rentes de même duration).
  - En cas de forte hausse des taux, les actifs de la caisse de pension baisserait, mais la valeur actuelle des engagements (passifs) diminuerait dans les mêmes proportions, mais pas de manière synchronisée en cas d'adaptation différée du taux technique (« nouvelle DTA 4 »).

Que peuvent faire les caisses de pensions ? (2)

- Une caisse de pensions pourrait toutefois s'efforcer de faire en sorte que ses rentiers ne subissent pas un effondrement massif de leur pouvoir d'achat en cas de **choc inflationniste**. Une hausse des attentes d'inflation entraînerait une réduction de la valeur actuelle des engagements.
- De ce point de vue, il est tout à fait logique que les risques liés aux taux et à l'inflation des investissements soient inférieurs à ceux des engagements, c'est-à-dire que la duration des actifs soit plus courte que celles des passifs.

- **Plus une caisse de pensions souhaite être en mesure de compenser l'inflation pour ses rentiers, moins elle doit prendre de risque d'inflation dans ses investissements (diminution de la part obligataire).**
- **Cependant, plus une caisse de pensions souhaite se protéger contre une nouvelle baisse des taux et des tendances déflationnistes, plus elle doit prendre de risques liés aux taux et à l'inflation dans ses investissements (augmentation de la part obligataire).**
- **Il est donc utile d'évaluer les sensibilités au risque de taux des différentes classes d'actifs et de les comparer au risque de taux des engagements.**

Contact

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Téléphone +41 44 204 31 11
E-Mail zurich@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

PPCmetrics (www.ppcmetrics.ch) est leader en Suisse dans le domaine du conseil en investissements, du conseil en placements stratégiques et dans le contrôle et suivi des portefeuilles. Nous sommes également experts en caisses de pensions. Nos clients sont des investisseurs institutionnels (caisse de pension, institution de prévoyance, fondation de prévoyance, institution de retraite professionnelle, assurance, assurance maladie, ONG et trésorerie) et des investisseurs privés (clients privés, family offices, fondations de famille ou UHNWI – Ultra High Net Worth Individuals). Nos prestations englobent le conseil en investissement et le conseil en placements ainsi que la définition de la stratégie de placement (étude de congruence actifs / passifs - ALM), l'analyse des portefeuilles, l'asset allocation, la rédaction de règlements de placement, le conseil juridique (legal consulting), le choix des gestionnaires de fortune (Asset Manager Selection), la mise en œuvre d'appels d'offres public, le contrôle des investissements (investment controlling), le conseil actuariel et toutes les activités d'expert en caisses de pensions.

Nous publions chaque année plus de 40 articles spécialisés sur des sujets variés.

Publica-tions

Nos experts partagent leur savoir et leurs avis avec le public.

Vidéos

Nous organisons plusieurs conférences chaque année. Découvrez-nous en live.

Congrès

PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.
En savoir plus

Site Web